

周期有望维持高位区间，静待估值压制因素消除

水泥制造：2019 年有望维持在景气相对高位

供给端：考虑新增和置换产能，2019 年净新增产能在 1700 万吨左右，新增规模在 1%以内；环保限产方面，攻坚战还在继续，全国范围内大规模放松的趋势尚未显现；从当前集中度的角度看，部分发达地区的集中度已经较高，竞争格局合理。

需求端：7 月 23 日国常会提出基建“补短板”以来，基建在未来半年到一年出现加速是大概率事件，华东华南的发达地区，区域内的“补短板”有望先行启动，华北地区雄安的需求逐步释放。我们在假设明年 GDP 实际增速保持 6.3%的基础上对 2019 年的房地产和基建需求做了情景分析。具体方式是假设 2019 年 GDP 实际增速保持 6.3%，通过利用制造业、地产和其他投资与 GDP 的占比关系，并假设各行业 2019 年的情况从而得到 2019 年基建投资的增速预测，之后再根据地产投资增速和基建投资增速与水泥产量增速的回归分析结果预测水泥产量增速。通过测算，在明年制造业投资增速维持在今年同一水平的情况下，假设房地产投资增速维持/回落 30%/回落 50%后预测的基建投资增速分别为 10.0%/12.1%/13.5%，水泥产量增速分别为 0.36%/-0.60%/-1.25%，水泥需求基本稳定。**从产能利用率的角度：**华东、中南、西南部分区域全年产能利用率已经达到 80%，而旺季的产能利用率更是达到 90-95%，在新增产能较少，环保不出现大规模放松的前提下，水泥行业仍有望保持在景气区间。

消费类建材：估值处于历史底部，有提升空间

北新建材、伟星新材、东方雨虹是消费类建材中三家教科书式的优秀公司，三家公司各有各的核心优势。而就二级市场表现来看，从 2018 年初的高点回落近 50%，市盈率（TTM）水平也从年初大幅下降，公司目前 PE 估值水平都处于历史底部区间。对消费类建材公司估值可能产生影响的因素包括以下几个方面：1、地产下行预期对地产产业链上游企业收入增速产生影响；2、地产企业现金流较为紧张，对地产产业链企业应收账款周转率可能产生影响；3、基础设施建设对企业业绩的影响；4、中小企业融资成本上升对企业估值的影响；5、原材料价格上涨对公司毛利率可能带来的影响等。我们在本报告中重点研究地产、基建以及宏观经济情况对公司业绩以及估值的影响。

建筑材料

维持

增持

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2018 年 12 月 10 日

市场表现



相关研究报告

投资评价和建议

公司方面，海螺水泥通过对标海外拉豪集团、PE 以及现金流等多个角度进行估值，市值水平仍有提升空间；华新水泥相较海螺弹性更大；冀东水泥整合效应会继续提升，明年京津冀的需求弹性较大；推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥等。玻璃行业继续关注龙头旗滨集团、信义玻璃等。玻纤行业重点关注中材科技、长海股份等。消费类建材中，东方雨虹为防水材料的绝对龙头，管理和执行力强，公司以防水为主，同时大力发展无纺布、节能保温、砂浆、涂料、民用等方面的业务，从系统防水的服务商向多功能的建材服务商过度，进一步打开未来增长空间，公司在过去 10 年间实现了营业收入复合年增长率 35% 的高速成长，随着公司“稳速提质”战略的落实，看好公司估值进一步修复；伟星新材风格稳健，高毛利率、高周转，以充沛的现金流支持企业稳步发展，其搭建的扁平化得营销体系进入到收获期，工程和零售并举的战略打开新的增长点；三棵树深耕建筑涂料市场，工程经销保持广泛的覆盖面，家装漆后续品牌、专卖店及服务体系构建等领域持续投入，增长潜力巨大；北新建材作为石膏板行业绝对龙头，规模优势、品牌优势与定价能力突出，随着公司内生外延推进产能版图扩张，高附加值产品占比不断提升，未来市占率有望进一步提升。继续推荐东方雨虹、伟星新材、三棵树和北新建材。

重点公司估值情况

股票代码	名称	收盘价	当前市值	EPS			PE		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600801.SH	华新水泥	17.96	268.96	1.39	3.21	3.54	12.92	5.60	5.07
600585.SH	海螺水泥	31.04	1644.90	2.99	5.51	5.89	10.38	5.63	5.27
000672.SZ	上峰水泥	8.94	72.74	0.97	1.55	1.8	9.22	5.77	4.97
000401.SZ	冀东水泥	13.50	181.92	0.08	1.32	1.47	168.75	10.23	9.18
002271.SZ	东方雨虹	14.74	220.98	0.76	1.04	1.31	19.37	14.17	11.25
000786.SZ	北新建材	16.10	272.01	1.31	1.64	1.8	12.29	9.82	8.94
002372.SZ	伟星新材	14.88	195.07	0.83	0.76	0.91	17.93	19.58	16.35
603737.SH	三棵树	40.16	53.46	1.76	2.42	3.36	22.82	16.60	11.95

一、水泥制造：2019 年有望维持在景气相对高位.....	8
(一) 量价概况：18 年水泥产量有所提升，价格继续维持高位.....	8
1、水泥产量小幅增长，西南受益扶贫政策涨幅最大，华北需求转正，东北、西北继续下滑.....	8
2、水泥价格同比继续大幅上涨，淡季不淡旺季更旺.....	9
(二) 需求端：地产投资增速稳定，基建“补短板”有望提振需求.....	10
1、2018 年固定资产投资增速回落.....	10
2、地产：房地产增速保持稳定，新开工和销售面积背离放大.....	10
3、基建：18 年基建投资大幅回落，基建“补短板”有望重新提振需求.....	11
(三) 供给端：产能新增有限，调结构和环保措施加码.....	12
1、水泥熟料产能供给进入平台，2018 年新增总产能低.....	12
2、2018 年政策加码，19 年产能提升有限.....	13
3、错峰生产：参加省份范围扩大，行业自律逐步提升.....	14
4、取消 PC32.5R：提升熟料使用量有限，去产能还需配套标准升级.....	15
5、2018 年全国熟料产能利用率 70%，区域分化大.....	16
6、市场格局：部分地区行业集中度领先，其他地区仍有待提升.....	18
(四) 成本端：2018 年煤炭价格保持稳定.....	19
(五) 水泥市场复盘：成本、需求和供给.....	20
(六) 水泥板块复盘：行业亮眼业绩支撑相对高位.....	22
(七) 2019 年展望：供给稳定保持，需求有望回升.....	26
二、玻璃行业：供给与需求继续博弈.....	27
(一) 玻璃业绩：供给收缩带来价格红利，利润整体较快增长.....	27
1、供给收缩后的缓慢增长推动价格上升后保持高位稳定.....	27
2、价格高位维持促使业绩较快增长.....	28
(二) 供给限制与需求下行压力的博弈仍为主线.....	29
1、环保叠加供给侧改革有望调整边际供需.....	29
2、地产增速回落，需求端缺乏动力需求端.....	30
3、成本端价格先涨后跌，波动趋缓.....	31
三、玻纤行业：贸易战缓和有利于行业景气.....	32
(一) 全球特别是欧美经济复苏推动玻纤需求高增长.....	32
(二) 行业集中度高，区域分布集中.....	33
(三) 新增产能扩张，产能主要集中在大规模生产线.....	34
(四) 贸易战缓解利好出口，国内巨头海外布局.....	36
四、消费类建材：估值处于历史底部，有提升空间.....	36
(一) 消费类建材公司估值处于历史底部.....	36
(二) 宏观经济、基建和地产对消费类建材公司业绩及估值影响分析.....	37
1、东方雨虹—收入增速与新开工增速、房企到位资金增速和滞后 3-4 季度基建增速相关性强.....	39
受益于房地产行业集中度提升，地产龙头业绩优于市场进一步降低对公司业绩的影响.....	41
2、伟星新材—与新开工面积增速、房企到位资金等有一定相关性.....	41
3、北新建材—地产变动相关性较小.....	44
(三) 民企债信用利差收窄有利于提升公司估值.....	45
1、消费类建材公司估值和民企债券信用利差呈负相关.....	45

2、民营企业信用利差仍处历史高位，融资环境有望改善.....	47
五、投资评级和建议.....	49
六、风险提示.....	50
图 1： 我国水泥产量放缓.....	8
图 2： 全国水泥产量及同比增速.....	8
图 3： 全国各区域水泥产量占比.....	8
图 4： 全国各区域 1-10 月水泥累计同比.....	8
图 5： 全国水泥均价走势.....	9
图 6： 全国各区域 P.O42.5 水泥均价.....	9
图 7： 2017 年和 2018 年各月份水泥均价.....	9
图 8： 2018 年水泥均价较 2017 年涨幅.....	9
图 9： 全国水泥各季度历史产量.....	10
图 10： 2003 年以来各季度全国水泥均价.....	10
图 11： 全国固定资产投资与水泥产量同比.....	10
图 12： 全国固定资产投资累计完成额及同比.....	10
图 13： 房地产业固定资产投资完成额累计同比.....	11
图 14： 房屋新开工面积和销售面积同比.....	11
图 15： 房屋施工面积和竣工面积同比.....	11
图 16： 基建固定资产投资额同比增速.....	12
图 17： 基建分行业固定资产投资额同比增速.....	12
图 18： 水泥熟料设计总产能及增速.....	12
图 19： 水泥熟料新增产能及增速.....	12
图 20： 2018 年水泥产能分布.....	13
图 21： 2019 年拟投产和淘汰产能估计.....	13
图 22： 2018 年各省市、地区设计产能.....	14
图 23： 2018 年各省市、地区人均年产能.....	14
图 24： 各省市错峰生产天数.....	15
图 25： 各省市 2018 年比 2017 年错峰生产增加天数.....	15
图 26： 2018 年区域熟料产能利用率.....	16
图 27： 2017 年区域熟料产能利用率.....	16
图 28： 2018 年各省市、地区熟料产能利用率.....	17
图 29： 2018 年熟料产能利用率区域走势.....	17
图 30： 2017 年熟料产能利用率区域走势.....	17
图 31： 辽宁熟料呈流出趋势.....	17
图 32： 浙江熟料呈流入趋势.....	17
图 33： 2018 年 10 月累计熟料产能利用率和产量增速（面积表示产量）.....	18
图 34： 全国水泥企业设计产能占比.....	19
图 35： 区域前五大集团行业集中度.....	19
图 36： 全国部分省市前五大集团行业集中度.....	19
图 37： 秦皇岛港动力煤平仓价（元/吨）.....	20

图 38: 海螺水泥生产成本构成	20
图 39: 水泥和动力煤价格历史走势	20
图 40: 水泥煤炭差、新增产能和基房、地产投资增速历史走势.....	21
图 41: 拉闸限电造成华东地区水泥大涨	22
图 42: 我国水泥逐步走入平台期	22
图 43: 2018 年水泥板块收益走势	22
图 44: 2018 年各周期板块涨跌	22
图 45: 水泥制造累计收益走势及阶段涨幅	23
图 46: 2018 年水泥制造 II 走势	24
图 47: 水泥行业营业收入	24
图 48: 2018Q3 部分水泥上市企业营业收入同比.....	24
图 49: 水泥行业归母净利润	24
图 50: 2018Q3 部分水泥上市企业归母净利润.....	24
图 51: 部分水泥上市企业吨价格走势	25
图 52: 部分水泥上市企业吨市值	25
图 53: 水泥行业平均毛利率	25
图 54: 2018Q3 部分水泥上市公司毛利率.....	25
图 55: 水泥制造 II PE Band	26
图 56: 水泥制造 II PB Band	26
图 57: 部分水泥上市公司 PE	26
图 58: 部分水泥上市公司 PB	26
图 59: 平板玻璃产量情况	28
图 60: 2018 年玻璃季度均价	28
图 61: 浮法玻璃现货平均价 (元/吨)	28
图 62: 玻璃期货结算价	28
图 63: 2018 年产能情况	29
图 64: 产能地区分布	30
图 65: 浮法玻璃库存情况	30
图 66: 平板玻璃产量与地产新开工、竣工面积	31
图 67: 汽车产量情况	31
图 68: 房屋新开工面积情况	31
图 69: 房地产开发投资情况	31
图 70: 重质纯碱价格情况	32
图 71: 全球玻纤产量及增速	32
图 72: 全球及各区域 GDP 增速	32
图 73: 欧美 PMI 趋势图.....	33
图 74: 欧美失业率趋势图	33
图 75: 全球玻纤市场分布	33
图 76: 美国已开工的新建私人住宅 (千套)	33
图 77: 全球玻纤市场份额地域分布	34
图 78: 中国玻纤行业产能竞争格局	34

图 79: 中国玻纤成产线规模分布 (万吨)	35
图 80: 玻纤行业历年新增产能 (万吨)	35
图 81: 中国历年玻纤产量及占全球百分比	35
图 82: 伟星新材 PE (TTM) 估值处于历史底部	37
图 83: 北新建材 PE (TTM) 估值处于历史底部	37
图 84: 东方雨虹 PE (TTM) 估值处于历史底部	37
图 85: 东方雨虹营业收入与新开工面积同期正相关	40
图 86: 东方雨虹营收与房地产到位资金滞后 1 季度正相关	40
图 87: 东方雨虹营收与基建投资滞后 4 季度期正相关	40
图 88: 东方雨虹营业收入与 M2 增速滞后 4 季度正相关	40
图 89: 2016 年以来房地产市场行业集中度提升 (%)	41
图 90: 房地产前 50 强业绩增速高于市场平均	41
图 91: 伟星新材营收与新开工面积滞后 1 季度正相关	43
图 92: 伟星新材营收与 M2 增速相关性弱于东方雨虹	43
图 93: 伟星新材营收与房地产资金滞后 3 个季度正相关	43
图 94: 伟星新材营业收入与基建投资相关性弱于东方雨虹	43
图 95: 伟星新材不同产品收入占比	43
图 96: 北新建材营业收入与新开工面积滞后 3 季度正相关	45
图 97: 北新建材营收与房地产资金滞后 3 个季度正相关	45
图 98: 伟星新材 PE 与民企债信用利差关系	46
图 99: 北新建材 PE 与民企债信用利差关系	46
图 100: 东方雨虹 PE 与民企债信用利差关系	47
图 101: 民营企业债券总发行量和总偿还量统计 (亿元)	48
图 102: 各类债券信用利差对比 (BP)	48
图 103: 1 年期企业债到期收益率情况 (%)	49
图 104: 3 年期企业债到期收益率情况 (%)	49
表 1: 2018 年投产产能	13
表 2: 熟料使用量提升有限	16
表 3: 水泥制造 II 历年走势	23
表 4: 2019 年基建投资增速预测	27
表 5: 玻璃上市公司 3Q2018 财务情况	29
表 6: 2018 年玻纤新增产能情况	34
表 7: 截至 2018 年 10 月在建及拟建池窑线情况	34
表 8: 中国玻纤企业海外生产线建设情况	36
表 9: 与宏观经济环境、基建、地产相关性分析主要关注变量一览	38
表 10: 典型消费类建材企业上市以来与宏观经济相关系数绝对值大于 0.5 的指标	38
表 11: 东方雨虹营业收入同比增速相关系数表	39
表 12: 东方雨虹经营状况关键引领指标整理	39
表 13: 东方雨虹 PE 与关键性指标相关系数	40

表 14: 伟星新材营业收入同比增速相关系数表	42
表 15: 伟星新材经营状况关键引领指标整理	42
表 16: 伟星新材 PE 与关键性指标相关系数	44
表 17: 北新建材营业收入同比增速相关系数表	44
表 18: 北新建材经营状况关键引领指标整理	45
表 19: 北新建材 PE 与关键性指标相关系数	45
表 20: 公司估值与民企债券信用利差相关系数	46
表 21: 不同评级信用债信用利差变动	48
表 22: 不同企业类型信用债信用利差变动	48
表 23: 重点公司估值情况	50

一、水泥制造：2019 年有望维持在景气相对高位

（一）量价概况：18 年水泥产量有所提升，价格继续维持高位

1、水泥产量小幅增长，西南受益扶贫政策涨幅最大，华北需求转正，东北、西北继续下滑

我国水泥产量在经历了长时间的扩张之后，在 2014 年进入了发展的成熟期。从 1990 年至 2014 年，我国水泥产量复合增长率 9.35%。全国水泥产量从 2015 年开始下滑，2015 年到 2017 年我国水泥产量复合增长率为-2%。截至 2018 年 1-10 月，全国累计生产水泥 17.95 亿吨，较去年同期累计同比增长 2.56%。分区域看，西南、中南和华东、华北地区累计分别同比增长 7.44%、3.42%、3.20%和 3.20%，其中西南地区增速最高。东北和西北地区呈负增长，分别同比减少 7.58%和 8.72%。从占比来看，华东和中南地区占比较大，分别为 32.41%和 27.80%，而东北地区占比较少，为 3.60%。

图 1：我国水泥产量放缓

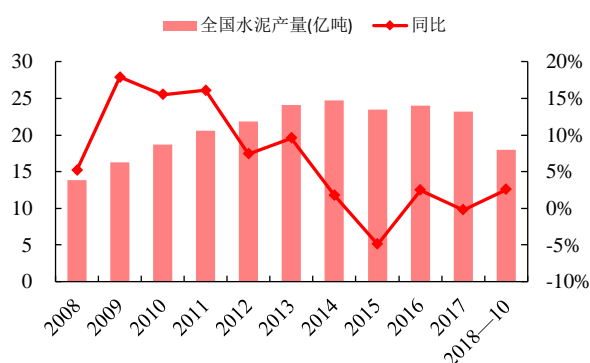
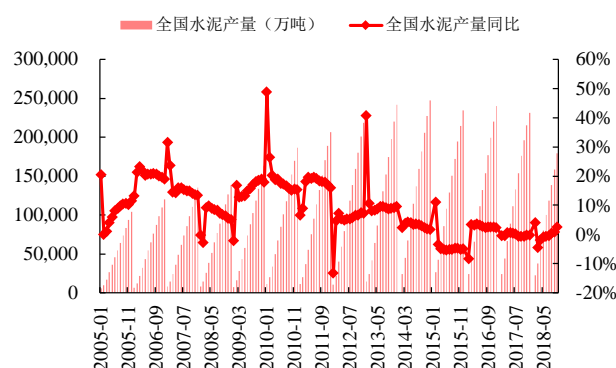


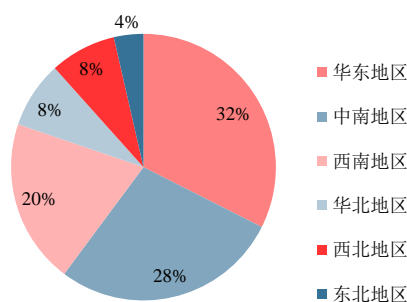
图 2：全国水泥产量及同比增速



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

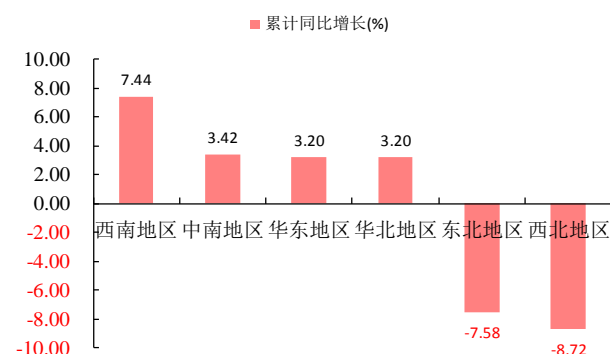
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图 3：全国各区域水泥产量占比



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 4：全国各区域 1-10 月水泥累计同比



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

2、水泥价格同比继续大幅上涨，淡季不淡旺季更旺

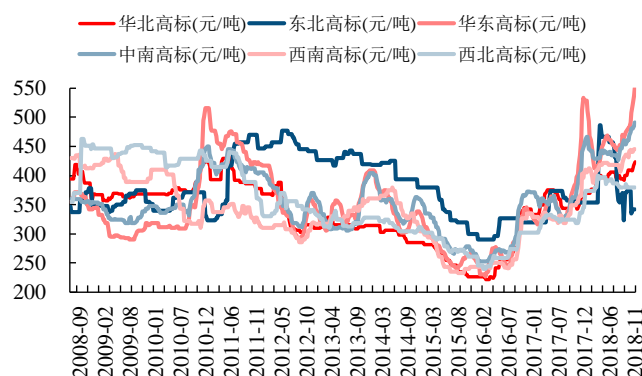
受益于去产能、环保政策、企业协同以及需求好转，2018 年水泥价格在去年高位基础上继续走高，并呈现淡季不淡、旺季更旺的格局。2017 年全国水泥均价 337 元/吨，2018 年 1-11 月全国水泥均价 409 元/吨，较去年同期提升了 79 元/吨。其中 11 月份全国 P.O42.5 水泥月均价格为 447 元/吨，而 2017 年 11 月均价为 354 元/吨，同比提升 93 元/吨。分区域看，华东地区 10 月 P.O42.5 均价最高，达 529 元/吨，中南地区、西南地区、华北地区分别为 485 元/吨、443 元/吨、415 元/吨，东北地区价格较低，为 340 元/吨。从月度数据来看，2018 年水泥月均价格均大幅高于 2017 年，其中 1 月和 11 月水泥平均价格较 2017 年提升超过 90 元/吨，其他月份均价提升也都在 65 元/吨到 85 元/吨之间。

图 5：全国水泥均价走势



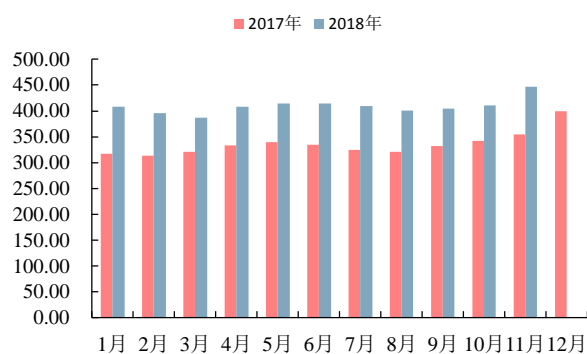
资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 6：全国各区域 P.O42.5 水泥均价



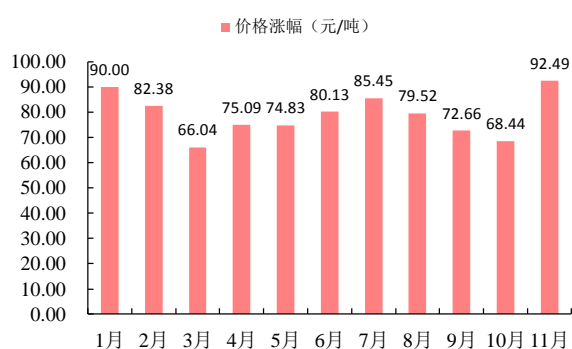
资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 7：2017 年和 2018 年各月份水泥均价



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

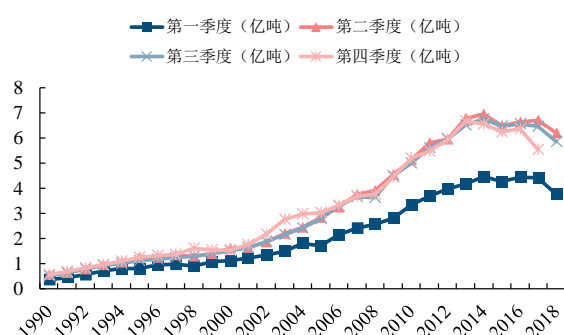
图 8：2018 年水泥均价较 2017 年涨幅



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

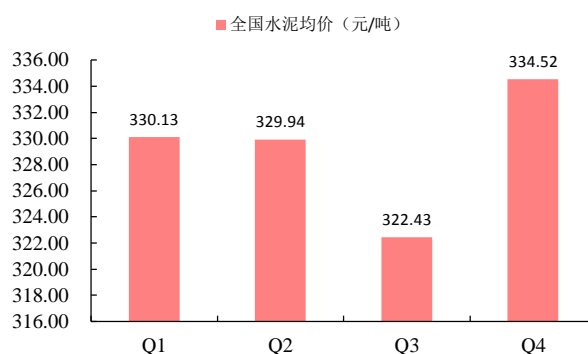
从季节角度看，一季度由于春节、天气寒冷等因素在全国范围都是水泥的淡季，而华东、华南等地梅雨季节是另一个淡季。从历史季度产量趋势可以明显看出第一季度产量低于其他各季度产量。从价格角度看，第四季度历史平均价格最高，一方面是因为第四季度为水泥需求旺季，另一方面近两年冬季实行错峰限产，供给收缩拉高了第四季度的水泥价格。

图 9：全国水泥各季度历史产量



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 10：2003 年以来各季度全国水泥均价



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

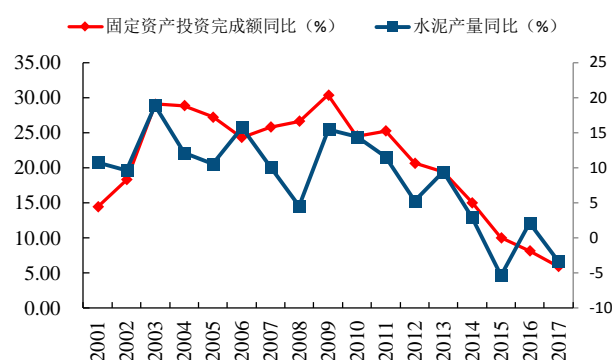
（二）需求端：地产投资增速稳定，基建“补短板”有望提振需求

1、2018 年固定投资增速回落

从历史数据来看，水泥需求与全社会固定资产投资密切相关，2018 年我国固定资产投资增速有所回落，1-10 月固定投资累计完成额同比 5.7%，去年同期为 7.3%。水泥生产下游主要是建筑业，包括地产、基建和农村三个部分。考虑到水泥库存周期较短，一般将水泥产量作为衡量需求的标准。从历史趋势上看，水泥产量与地产、基建和农村市场的均有一定的相关性。

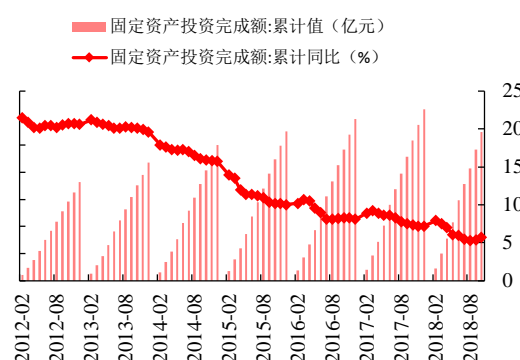
农村需求数据较难追踪，通过对水泥需求同比、房地产投资同比和基建投资同比做线性回归分析可以发现， R^2 为 0.72，即在统计学意义上基建投资增速和房地产投资增速可以解释水泥需求同比变动的 72%。从系数上看，房地产投资完成额同比的系数为 0.56，基建投资累计同比的系数为 0.37，即在统计学意义上房地产投资同比对水泥需求同比的影响更大一些。从最新数据看，今年 1~10 月基础设施建设投资（不含电力）累计增速 3.70%，房地产开发投资完成额累及增速 9.70%。

图 11：全国固定资产投资与水泥产量同比



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 12：全国固定资产投资累计完成额及同比



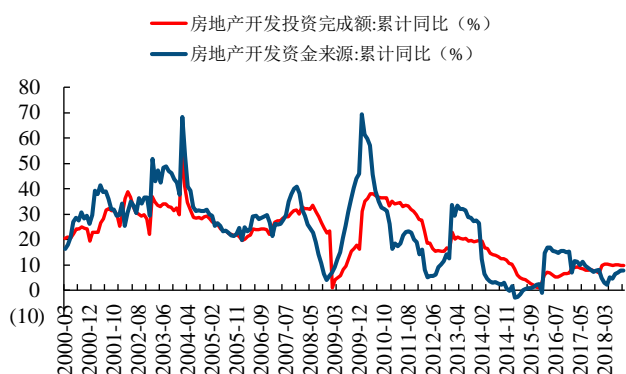
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2、地产：房地产增速保持稳定，新开工和销售面积背离放大

2018 年房地产投资增速稳定维持在 7%~8%左右的水平，未出现明显下降，比 2017 年房地产投资增速有明

显回升。2018年1~10月全国房地产开发投资完成额9.9万亿元，同比增长9.7%，增速比1-9月份回落0.2个百分点，较2017年同期增速提高2.1个百分点。房地产开发资金来源累计13.6万亿，同比增长7.7%，较2017年同期增长0.3个百分点。

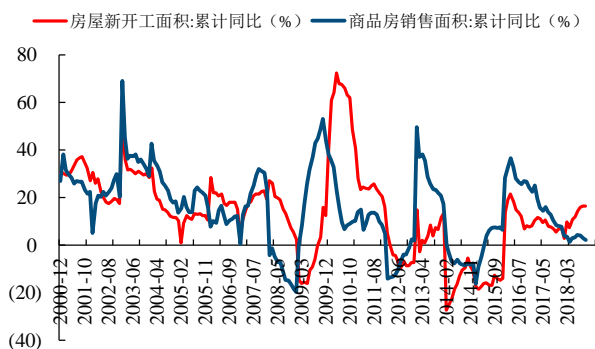
图 13：房地产业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

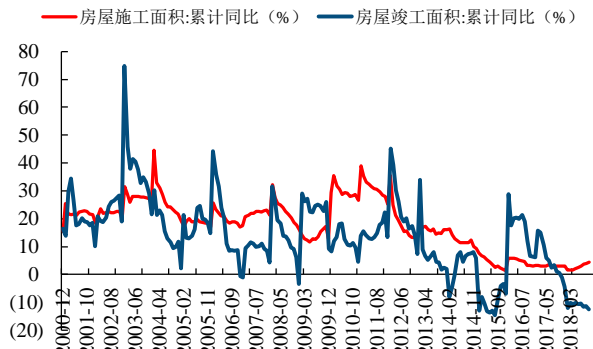
从房地产各细分数据来看，2018以来房屋新开工面积持续向好，1-10月房屋新开工面积同比增长16.3%，去年同期增速为8.10%。但由于今年房地产调控政策继续发力，商品房销售面积持续在低位波动，1-10月商品房销售面积同比增长2.2%，与新开工面积呈背离形态。房地产调控措施一定程度上也是使得房屋开工和竣工周期拉长，2018年房屋施工面积同比增长4.3%，房屋竣工面积同比-12.5%。

图 14：房屋新开工面积和销售面积同比



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 15：房屋施工面积和竣工面积同比



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

3、基建：18年基建投资大幅回落，基建“补短板”有望重新提振需求

2018年以来基建投资增速大幅回落，根据国家统计局，1~10月基建投资（不含电力）累计同比增幅3.70%，较1-9月小幅上涨0.4个百分点；包含电力的广义基建投资1~10月累计同比0.9%，较9月提升0.4个百分点。下半年7月31日政治局会议中提出，要“加大基础设施领域补短板的力度”，财政政策边际改善，有望带动基建投资企稳回升。2018年10月31日国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。为聚焦基础设施领域补短板，保持有效投资力度，国办提出以防风险、补短板和保在建等为原则，在脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、民生等九大重点领域，加强项目储备和落地、保

障在建项目顺利实施、推进项目资金到位以及调动社会资本积极性。从单月份数据来看，10月份全国狭义基建投资（不含电力）同比增长6.66%，环比大幅增长8.48个百分点；广义基建投资10月份单月同比增长5.9%，较九月提升7.9个百分点，2019年基建“补短板”有望继续提振水泥需求。

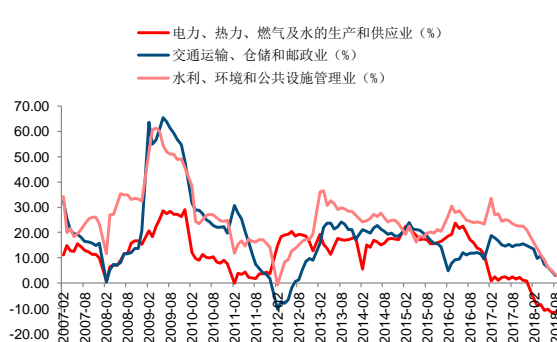
细分分行业来看，2018年1-10月电力、热力的生产和供应业固定资产投资完成额累计同比-9.6%，交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比4.60%，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比2.10%。

图 16：基建固定资产投资额同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 17：基建分行业固定资产投资额同比增速



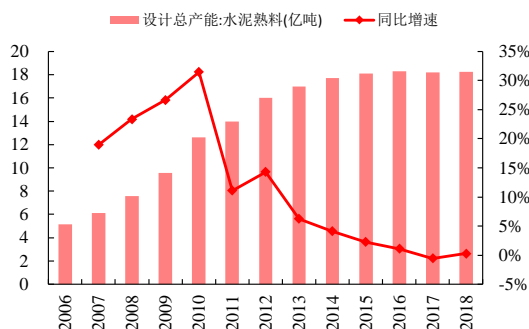
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

（三）供给端：产能新增有限，调结构和环保措施加码

1、水泥熟料产能供给进入平台，2018年新增总产能低

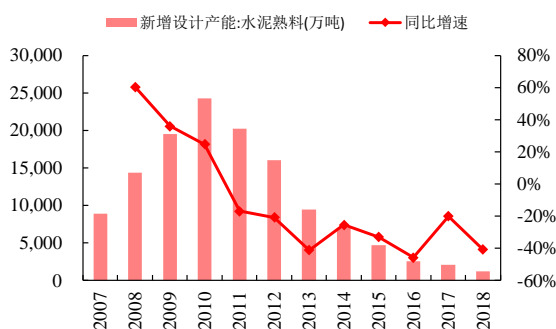
我国水泥熟料设计总产能在2010年之前保持了较高增速，并在2010年达到增速的顶峰，2006年至2010年我国水泥熟料设计产能年复合增速达到25%。自2010年之后，我国水泥增速开始下滑。而2017年设计总产能首次出现下滑，比2016年同比下降0.55%，截至2018年11月，我国水泥设计产能18.25亿吨，较2017年同比增长0.3%。仅从新增产能角度看，在2010年达到最高，从2010年开始我国水泥熟料新增产能开始呈下降趋势，截至2018年11月，2018年新增产能仅有1211万吨，较去年同比减少40.8%。

图 18：水泥熟料设计总产能及增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 19：水泥熟料新增产能及增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

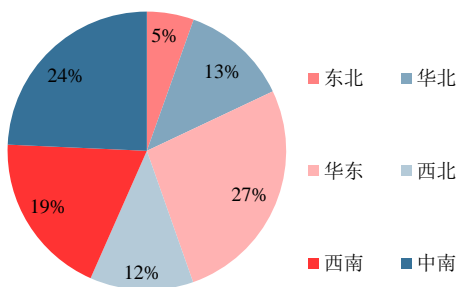
2、2018 年政策加码，19 年产能提升有限

2018 年水泥行业结构调整和环保措施继续加码。2018 年 1 月，国家工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》指出“严禁水泥行业新增产能，继续做好产能置换工作”；5 月以来长江沿岸环保监督呈逐渐加强趋势，沿江部分矿山开采受限；2018 年水泥行业华东等地冬季错峰生产扩大，行业自律加强；2019 年 10 月起将取消 PC32.5R 水泥，在取消低标水泥的进程上又进一步。

截止至 2018 年 10 月末，我国在运行水泥熟料年产能 18.68 亿吨。区域分布上面，东北 1.02 亿吨，占比 5%；华北 2.34 亿吨，占比 13%；华东 4.97 亿吨，占比 27%；西北 2.24 亿吨，占比 12%；西南 3.57 亿吨，占比 19%；中南 4.54 亿吨，占比 24%。在 2018 年在运行产能中，全国范围内有陕西、浙江、湖北、云南共计 1467 万吨的产能将在 2019 年关停或置换。

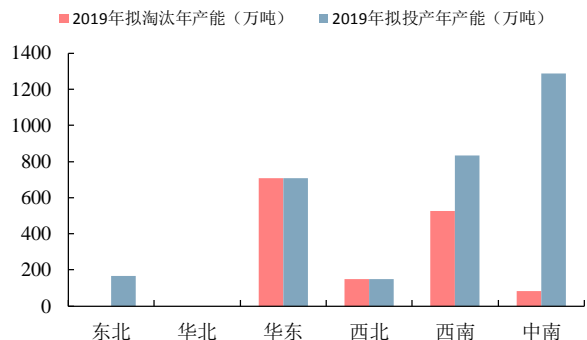
从新投产产能看，2018 年共有 1211 万吨产能投产，其中华北地区投产 148.5 万吨；东北地区投产 237.6 万吨；西北地区投产 165 万吨；华东地区投产 247.5 万吨；中南地区投产 165 万吨；西南地区投产 99 万吨。根据统计，2019 年共有 16 条新投产产能，共计 3144 万吨，基本为减量置换项目，减去将要淘汰的产能后 2019 年净新增产能仅有 1677 万吨，增量有限。

图 20：2018 年水泥产能分布



资料来源：卓创水泥，中信建投证券研究发展部

图 21：2019 年拟投产和淘汰产能估计



资料来源：卓创水泥，中信建投证券研究发展部

表 1：2018 年投产产能

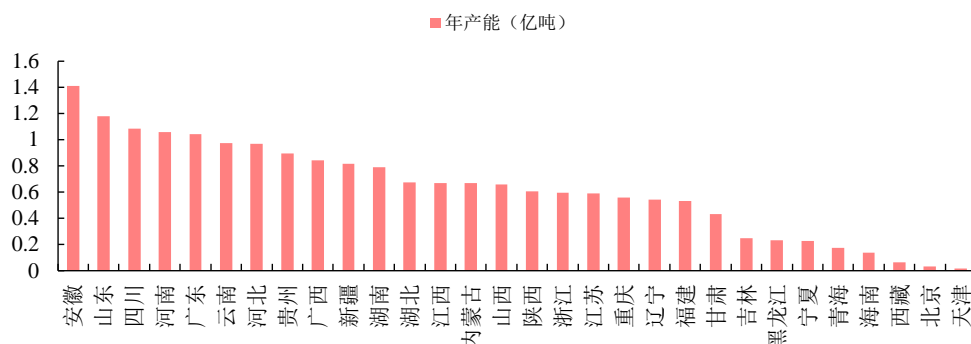
投产日期	区域	省份	企业名称	设计产能 (t/d)
2018 年 3 月 28 日	西南	贵州	贵州吴龙胜境建材有限责任公司一线	4500
2018 年 3 月 28 日	华东	江西	江西鹰鹏水泥有限公司（红狮）	7500
2018 年 6 月 1 日	东北	黑龙江	冀东水泥黑龙江有限公司	7200
2018 年 8 月 8 日	华北	山西	山西晋兴奥隆建材有限责任公司	4500
2018 年 8 月 18 日	西南	西藏	华新水泥（西藏）有限公司三线	3000
2018 年 8 月 25 日	西北	甘肃	兰州市甘草环保建材股份有限公司	5000
2018 年 9 月 28 日	中南	广西	广西恒庆建材有限公司	5000

资料来源：卓创水泥，中信建投证券研究发展部

分省市看，截至 2018 年 10 月 31 日，设计总产能排名前十的分别是安徽、山东、四川、河南、广东、云南、河北、贵州、广西和新疆。其中安徽 1.41 亿吨，山东 1.18 亿吨，四川 1.08 亿吨。按人均年产能来看，我国全国人均年产能为 1.47 吨，较 2011 年 0.9 吨提升 0.57 吨，新疆、宁夏、青海、内蒙古排名前五，其中宁夏和青

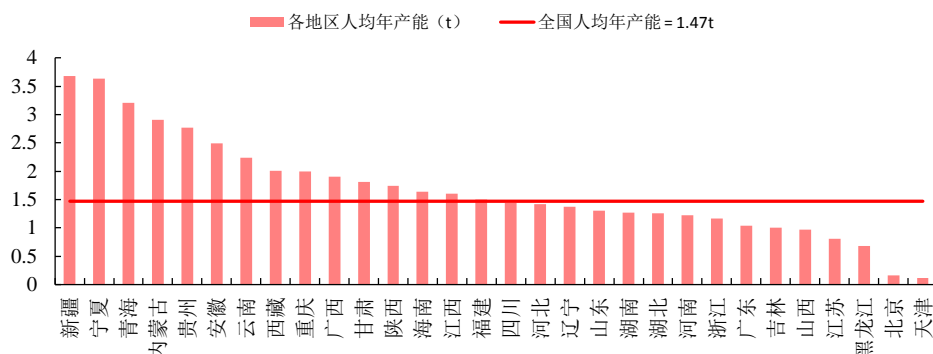
海的年产能在 30 个省、市、地区中为倒数第五和第四。而水泥生产第一大省安徽省的人均年产能则位列第六。

图 22：2018 年各省市、地区设计产能



资料来源：卓创水泥，中信建投证券研究发展部

图 23：2018 年各省市、地区人均年产能

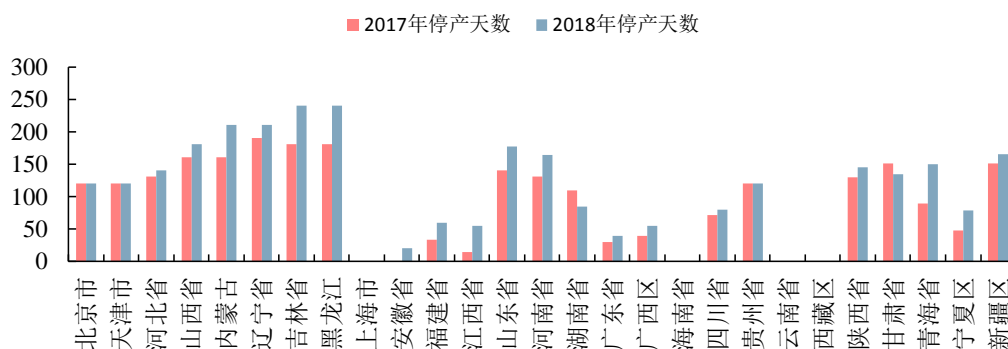


资料来源：卓创水泥，中信建投证券研究发展部

3、错峰生产：参加省份范围扩大，行业自律逐步提升

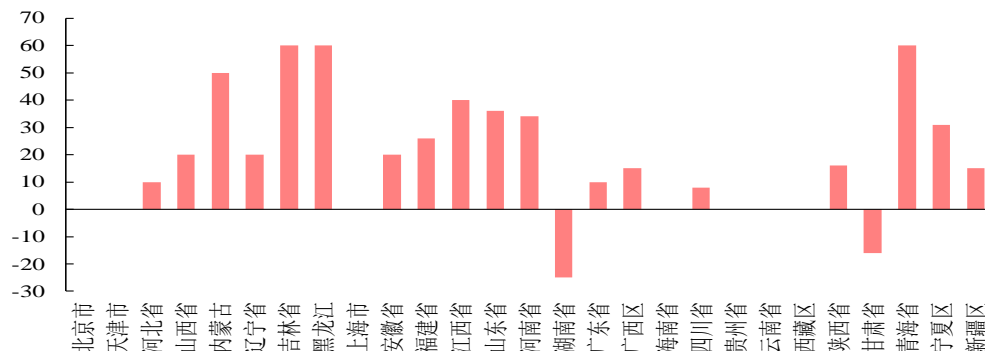
水泥行业错峰限产在 2018 年的执行力度更加严格，执行范围继续扩大。全国大多数参与错峰生产的省市在 2018 年增加停产天数。不仅在政策指定的角度看 2018 年错峰生产将趋严，2018 年还面临着更高的行业自律程度和更严的环保执法力度，错峰生产措施将更加严格的落地执行。首先，在错峰生产初现成效，企业利润有所上升的背景下，企业将由被动受监管实施转向主动自觉，这将大大提升行业的自律性，企业协同将更加完善；其次，环保督查愈发严格，中央环保督察“回头看”以及蓝天保卫战行动的全面开展将被动促使错峰生产措施执行力度上升。另一方面，随着政策实施范围的扩大，也有部分省市对错峰生产政策做出了其他调整，提出要严禁采用“一刀切”的方式，对实现超低排放、污染治理达到国内标杆水平的企业，免予执行应急停产、错峰生产等管控措施。

图 24：各省市错峰生产天数



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 25：各省市 2018 年比 2017 年错峰生产增加天数



资料来源：中信建投证券研究发展部

4、取消 PC32.5R：提升熟料使用量有限，去产能还需配套标准升级

国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会批准 GB175-2007《硅酸盐通用水泥》3号修改单，复合硅酸盐水泥 32.5 强度等级（PC32.5R）将取消，修改后将保留 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个强度等级，将于 2019 年 10 月 1 日起实施。此次标准修改后，32.5（R）级别水泥仅剩矿渣、火山灰质、粉煤灰硅酸盐水泥。

本次修改旨在加速产业结构调整，遏制生产乱象。水泥行业产能过剩实际上指的是熟料产能过剩。由于低标水泥组分中熟料占比较少，取消低标水泥后企业转产高标水泥，有利于提升对水泥熟料的需求，从而有利于化解熟料产能过剩问题。同时，新标准对熟料需求更大，粉磨站对上游熟料的依赖性更强，或将加快小磨粉站出清速度，利好窑磨一体企业，利好大型水泥生产集团。

预计 2018 年水泥产量在 22 亿吨左右，熟料产量 14 亿吨，假设我国目前 PC32.5R 水泥占比 50%，则 2018 年 PC32.5R 使用的熟料量估计为 5.5 亿吨。由于不确定水泥厂和磨粉站转产 PC42.5（复合）、PP32.5（火山灰质）或 PF32.5（粉煤灰），假设转产任意一种，那么根据国家标准（见表 1），这三种水泥的熟料掺加比应大于或等于 60%，高于 PC32.5R 约 10 个百分点。考虑实际情况，可能会出现部分企业不严格执行的问题，同时也有可能转产砌筑水泥，或者在极少数有矿渣资源的地区转产矿渣硅酸盐水泥（PS32.5），如河北、辽宁和山东等。因此企业实际转产 PC42.5、PP32.5 或 PF32.5 的占比可能不如预期。当企业实际转产率为 30%~90%时，预计带来

熟料使用 0.3~1 亿吨的增加量，占全部熟料使用量 14 亿吨的 2.4%~7.1%。

表 2：熟料使用量提升有限

实际转产率	熟料增加量（亿吨）	熟料增加占比
30%	0.33	2.36%
50%	0.55	3.93%
70%	0.77	5.50%
90%	0.99	7.07%

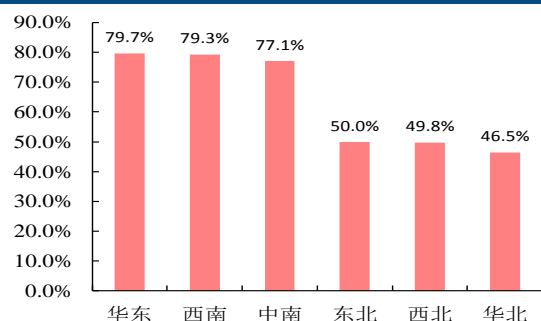
数据来源：中信建投证券研究发展部

由于此次修改仍保留了矿渣、火山灰质、粉煤灰硅酸盐水泥，而目前的又无对水泥组分的检测规定，因此不合规企业很有可能以生产其他 32.5 水泥的名义继续生产 PC32.5 水泥。同时，根据目前的标准，很多建筑工程不需要使用高标号水泥就能达到建筑质量标准。即便取消 PC32.5R 标号，下游企业仍可以使用不符合生产标准的高标号水泥或本质上是 PC32.5 的其他 32.5 水泥，又或使用少量的高标号水泥来调配混凝土。因此要想从源头上解决水泥熟料产能过剩问题，还需相关措施及时配套。

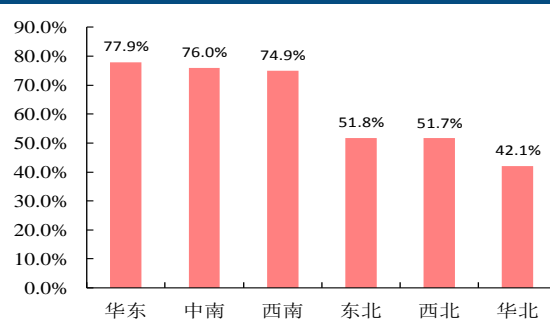
5、2018 年全国熟料产能利用率 70%，区域分化大

2017 年 12 月，中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》，提出了 2018~2020 年去产能目标：三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%；前 10 大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60%。

截止至 2018 年 10 月，我国熟料产能利用为 69.6%，较 2017 年提升 1.8 个百分点，但距离 80% 的目标仍有 10 个百分点，去产能任务仍十分艰巨。分各个区域看，华东地区、西南地区和中南地区熟料产能利用率较高，分别为 79.7%、79.3% 和 77.1%，已经十分接近“三年行动计划”的标准，但东北地区、西北地区和华北地区的熟料产能利用率仍非常低，仅为 50.0%、49.8% 和 46.5%。对比 2017 年，2018 年华东、西南、中南和华北的熟料产能利用率均有所上升，分别上升 1.8/3.3/2.2/4.4 个百分点，而东北地区和西北地区 2018 年产能利用率略有下降，分别下降 1.8/0.9 个百分点。

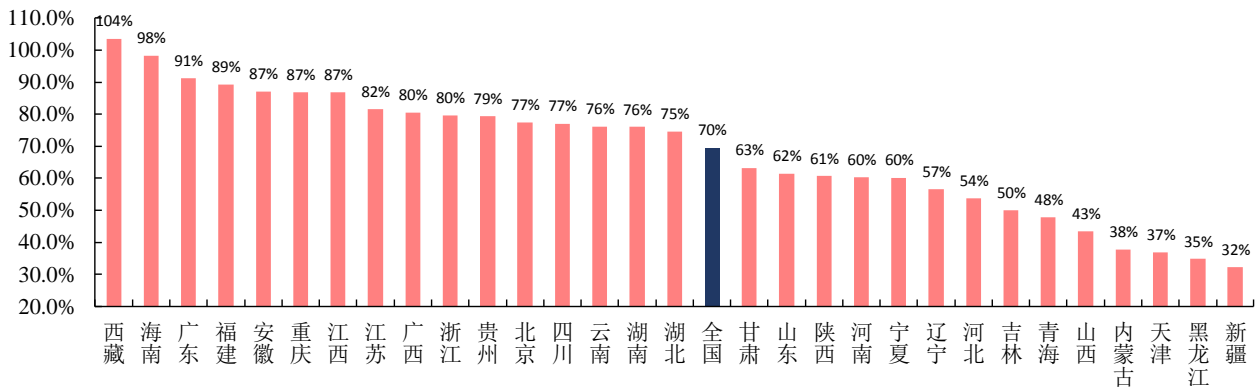
图 26：2018 年区域熟料产能利用率


数据来源：卓创资讯，数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 27：2017 年区域熟料产能利用率


数据来源：卓创资讯，数字水泥，中信建投证券研究发展部

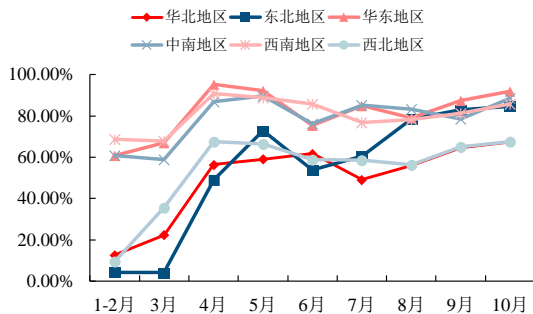
图 28：2018 各省市、地区熟料产能利用率



数据来源：卓创资讯，数字水泥，中信建投证券研究发展部

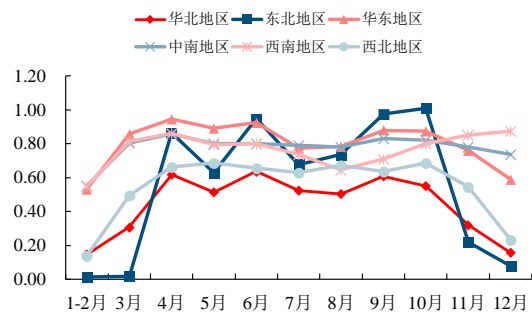
从季节看，华东地区、中南地区和西南地区除春冬季节错峰限产影响外全年均保持在相对较高水平，这三个地区的大多省市在旺季来临时产能利用率达到 90% 以上，处于完全不过剩的状态，再加之这些地区的集中度较高，市场格局好，如果需求不出现断崖式下滑，维持生产高景气是大概率事件；西北地区和华北地区产能利用率走势同前三个地区基本相同，但平均水平较低；对比 2017-2018 可以发现，东北地区在前半年产能利用率较低，同西北和华北地区在同一梯队，但在 7 月开始熟料产能利用率突然提升，主要是企业协同结束，开始大量熟料的向外输送。

图 29：2018 年熟料产能利用率区域走势



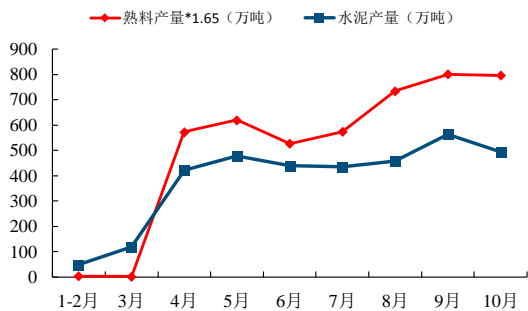
数据来源：卓创资讯，数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 30：2017 年熟料产能利用率区域走势



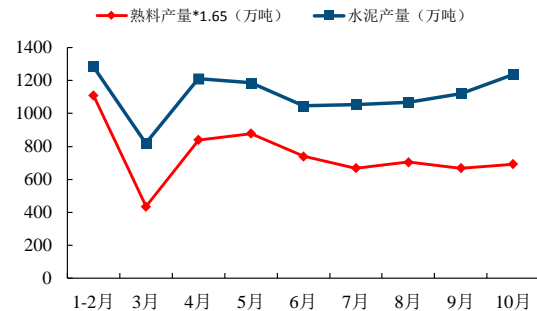
数据来源：卓创资讯，数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 31：辽宁熟料呈流出趋势



数据来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

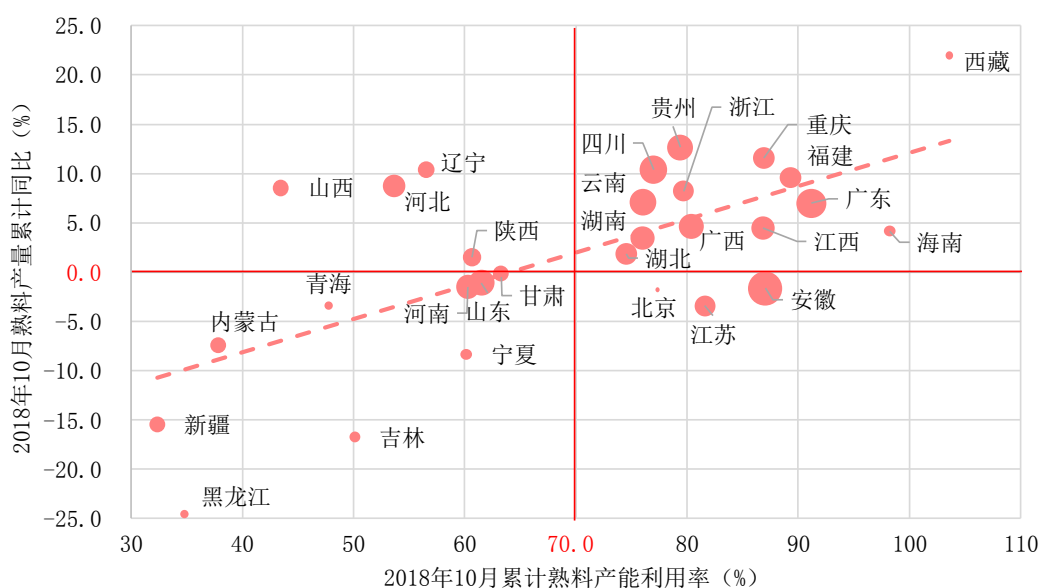
图 32：浙江熟料呈流入趋势



数据来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

从 2017-2018 年产量和产能利用率对比的角度看，截至 10 月，2018 年华北、东北、西北地区熟料产量累计同比分别 4.30%/-4.14%/-4.99%；华东、中南和西南地区熟料产量累计同比分别为 1.47%/3.46%/10.5%。根据下图所示，熟料产能利用率同熟料产能增速有一定的正相关关系，熟料需求高，产量增速高，产能利用高。通过产能利用率 70%来划分图表，右侧地区为华东、中南和西南地区（除北京和西藏），这三个地区产量高、产量增速快、产能利用率高，左侧地区为东北、华北和西北地区，这三个地区大部分产量少、产量增速低、产能利用率低，产能过剩问题比较严重。

图 33：2018 年 10 月累计熟料产能利用率和产量增速（面积表示产量）

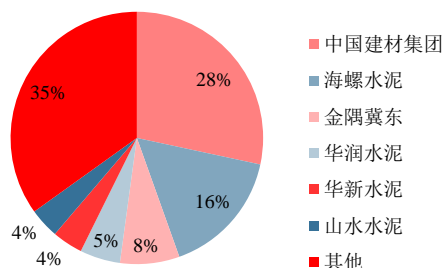


数据来源：卓创资讯，数字水泥，中信建投证券研究发展部

6、市场格局：部分地区行业集中度领先，其他地区仍有待提升

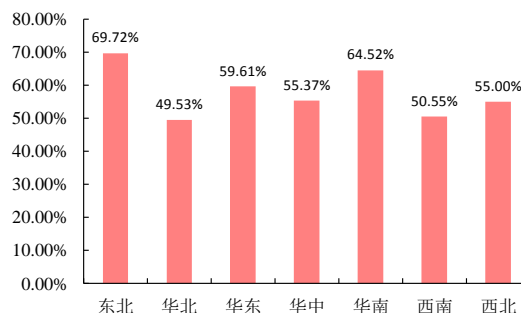
目前，设计产能前十的企业已占到全国总设计产能约 75%，而 CR5 达到 61%。随着环保限产、去产能等措施的继续推进，预计行业集中度将继续上升。分区域看，东北、华东、华南地区的前五大集团行业集中度均已超过或接近 60%，但均不足 70%。分省市看，除北京、天津和吉林水泥产量较少外，安徽和江西 CR5 均已接近 90%。但全国仍有很多省市 CR5 不足 80%，行业集中度有望进一步提升。水泥的合理运输半径在 50-200 公里，属于典型的短腿产品，而正是这个特点使得行业具有企业协同易于达成的优势。只要区域内的集中度足够高，受外来产品冲击较小，在各大企业形成共识后，恶性竞争概率低。随着产能集中度的进一步推进，竞争格局将进一步优化，低劣产能的退出速度将继续加快，有助于行业龙头的产能集中度进一步提高，更加有利于行业龙头的盈利。

图 34：全国水泥企业设计产能占比



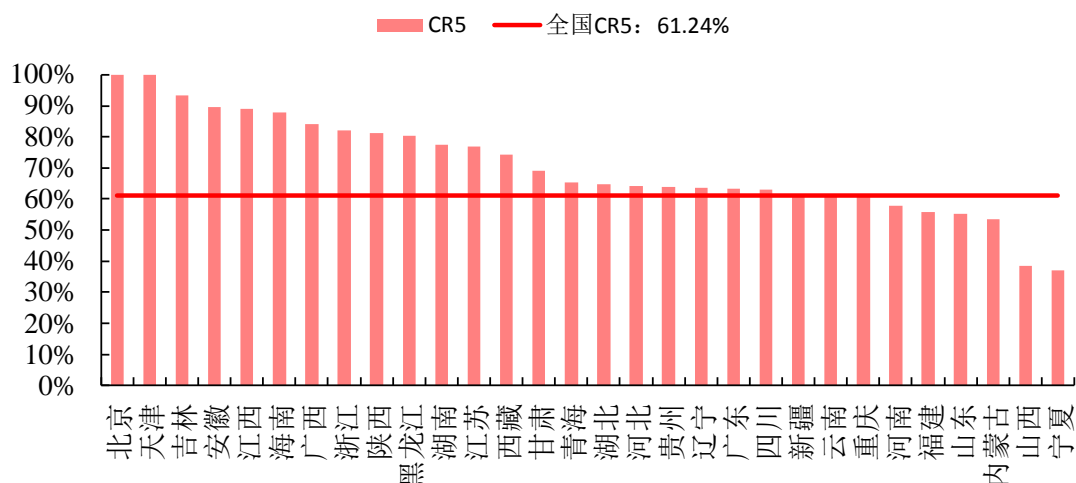
资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 35：区域前五大集团行业集中度



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

图 36：全国部分省市前五大集团行业集中度



资料来源：数字水泥，中信建投证券研究发展部

（四）成本端：2018 年煤炭价格保持稳定

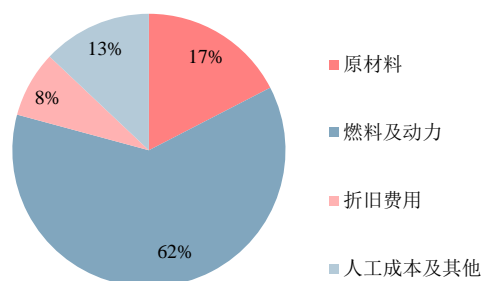
水泥的各项生产成本主要包括原材料、燃料及动力、折旧费用和人工成本等。根据 2017 年海螺水泥年报，原材料占成本 17%，燃料及动力占成本的 62%，折旧费用占 8%，人工成本及其他占 13%。海螺水泥吨原材料成本 27.83 元，吨燃料及动力成本 98.71 元，吨折旧费用 12.52 元，吨人工及其他成本 20.70 元。主要成本波动主要来源于燃料及动力。自 2017 年以来，煤炭价格始终保持平稳，2017 年 11 月 28 日，发改委和能源局印发《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见(试行)》及考核办法，抑制了煤炭价格的波动。2017 年以来秦皇岛港动力煤平仓价一直稳定在 580~570 元/吨附近，预计未来 2019 年煤炭价格将继续保持稳定的态势。龙头企业海螺水泥具有较大的规模，因此其可以采用集团层面集中采购的方式来控制煤炭成本，加之其“T”型战略控制原材料和运输，海螺水泥生产成本得以控制在行业领先水平。

图 37: 秦皇岛港动力煤平仓价 (元/吨)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 38: 海螺水泥生产成本构成

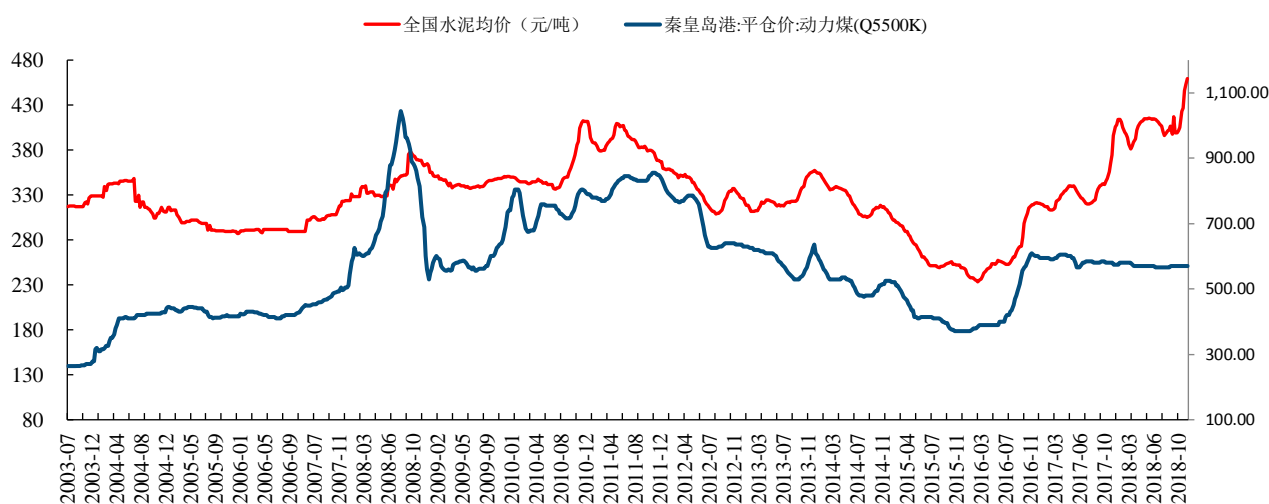


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

(五) 水泥市场复盘: 成本、需求和供给

水泥企业的盈利主要依赖水泥价格驱动, 而水泥价格主要受动力煤等生产成本和供需、季节因素共同影响。从水泥和动力煤价格的历史走势来看, 水泥价格和动力煤价格相关性较强, 除 2008 年初南方冰雪灾害导致上半年煤炭运力不足、供给紧张, 价格大幅上升以及 2016 年至今供给侧改革导致水泥价格大幅拉涨这两短段时间以外, 水泥和动力煤价格走势基本相同。

图 39: 水泥和动力煤价格历史走势

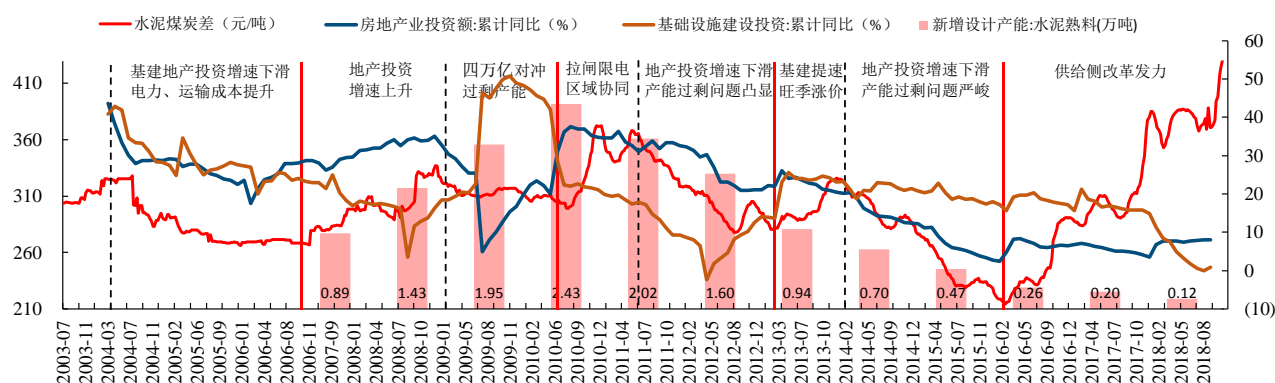


资料来源: wind, 数字水泥, 中信建投证券研究发展部

根据经验和估算, 平均一吨水泥需要使用大约 0.2 吨煤, 因此用 水泥价格-煤炭价格*0.2 来计算水泥煤炭差。我们大致可以将历史水泥价格走势划分为两个阶段, 第一个阶段为 2003 年至 2009 年, 这个阶段我国水泥价格主要受成本和需求端影响, 市场内产能处于高速增长的阶段, 基建和房地产投资增速也相对在较高水平波动; 第二个阶段在 2009 年至 2016 年, 这个阶段收到前期投放的产能逐渐释放影响, 行业逐步走入平台期, 供给端产能过剩问题开始影响水泥市场, 国家也开始意识到我国工业产能过剩问题, 开始相继出台政策出台相关政策; 第三个阶段在 2016 年至今, 中央开始大力推进供给侧改革, 严控新增产能、淘汰落后产能和环保错峰限

产等措施比较有效的缓解了产能过剩问题，供给端的收缩使水泥价格突破了基建和房地产增速下滑的压力，并在今年涨至历史最高位。

图 40：水泥煤炭差、新增产能和基房、地产投资增速历史走势



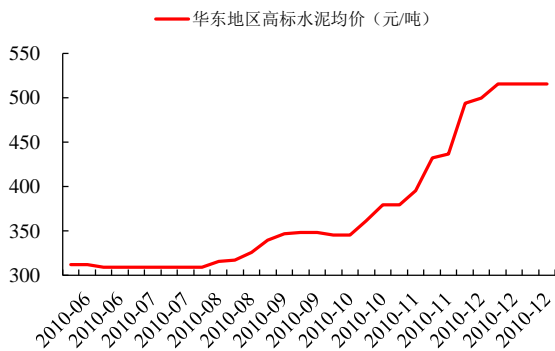
资料来源: wind, 数字水泥, 中信建投证券研究发展部

在 2004 年-2006 年，水泥一次明显的降幅发生在 2004 年中期，水泥价格由 325 元/吨下滑至阶段低点 283 元/吨。2004 年初固定资产投资增速高达 53%，有观点认为经济发展过热，因此国家实行了控制固定资产投资的国家宏观调控措施，包括加强对固定资产的信贷控制、严查低水平和违规的建设项目等。宏观调控措施的有效实施使固定投资增速快速下滑，由年初的 53% 下滑至年末 29%，房地产业和基础建设投资增速也随整体一并下滑，房地产业增速由年初的 40% 下滑至年末的 24%，基础建设投资增速由年初的 44% 下滑至年末的 29%，严重影响了水泥的供求关系。

在 2006 年-2009 年，固定投资增速一直保持在高于 20% 的较高水平，地产投资增速上升，需求旺盛助长水泥价格。2008 年底年开始实施“四万亿”计划，反映到水泥需求上面是基建投资增速大涨，由 2008 年底的 22.7% 大涨至 2009 年 6 月份的 50.8%。但值得注意的是这一段需求大幅提升并没有明显反映到水泥价格上面，在 2019 年前半年水泥价格甚至还有小幅回调。除房地产投资增速下滑外，这主要是因为供给端产能过剩问题已经开始显现，2008 年我国水泥产能 18.7 亿吨，但全年需求仅 14 亿吨，而 2009 年水泥熟料设计产能又同比大幅增加 26.7%，产能过剩问题愈发严重。此时国家已经开始意识到我国工业产能过剩问题，2009 年国家发改委出台《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》(国发〔2009〕38 号)，要求严格控制产能过剩行业盲目扩张和重复建设，推进企业兼并重组和联合重组，加快淘汰落后产能。

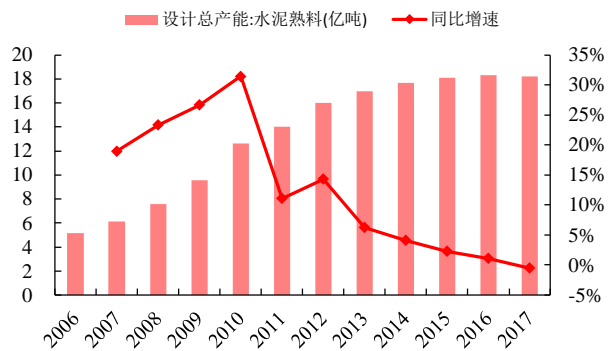
2010 年-2013 年，水泥价格冲高回落。2010 年 7 月至年底，为了冲刺“十一五”节能目标，江苏、浙江等省的一些地区先后实施强制性拉闸限电，严重影响了水泥供给，而当时恰赶水泥旺季来临，全国平均水泥价格在 2010 年下半年涨至阶段高点 365 元/吨，而拉闸限电影响最严重的华东地区水泥价格从 7 月前的 310 元/吨涨至年末的 516 元/吨，涨幅惊人。2010 年拉闸限电和 2011 年华东地区部分企业主动协同使得水泥价格再次冲高后，水泥价格走势开始向下，这个时间段内我国水泥生产逐步走入平台期，部分地区开始价格战，在叠加房地产投资增速下滑。

图 41: 拉闸限电造成华东地区水泥大涨



资料来源: 数字水泥, 中信建投证券研究发展部

图 42: 我国水泥逐步走入平台期



资料来源: 数字水泥, 中信建投证券研究发展部

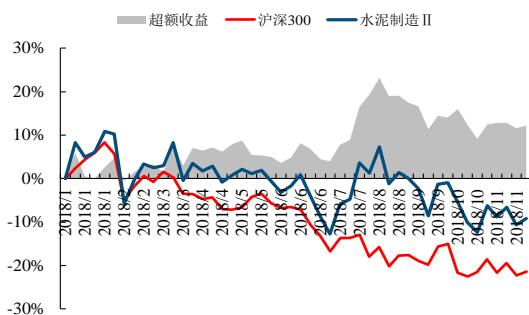
2013 年下半年我国水泥再次迎来一小波涨幅, 主要是因为水泥旺季涨价再叠加 2013 年全年基建投资增速大涨, 全年较 2012 年同比增加 21.2%, 而 2012 年增速仅有 13.7%。但这轮上涨并没有逆转水泥价格走势向下的趋势, 产能过剩问题仍然存在。2013 年 10 月, 国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》指出要充分认识化解产能严重过剩矛盾的重要性和紧迫性, 化解产能严重过剩矛盾。

2016 年至今, 虽然固定资产投资增速从 10% 下滑至 6%, 但在中央供给侧改革的推动下, 全国水泥价格逐年走高, 并在近期达到历史最高位 420 元/吨。2016 年 5 月, 国务院颁发的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》列出了四项措施, 其中包括 (1) 严禁新增产能 (2) 淘汰落后产能 (3) 推进联合重组及 (4) 全面推行错峰生产。2017 年 12 月, 中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》。在严控新增产能和错峰生产的双重压力下水泥供给收缩, 水泥价格一路抬升至今。

(六) 水泥板块复盘: 行业亮眼业绩支撑相对高位

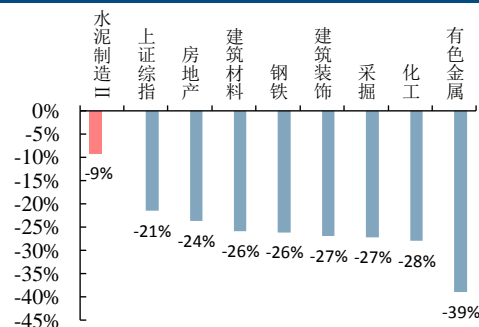
2018 年水泥板块延续 2017 年的行情, 在高位震荡。截至 2018 年 11 月 28 日, 申万水泥制造 II 跌幅 9.16%, 跑赢沪深 300 指数 12.84 个百分点。今年部分受大盘影响, 周期股全面下跌, 截止至 2018 年 11 月 28 日, 各周期股表现: 水泥制造 II > 上证综指 > 房地产 > 建筑材料 > 钢铁 > 建筑装饰 > 采掘 > 化工 > 有色金属。受水泥行业盈利大幅增加的利好, 水泥制造 II 表现领先。

图 43: 2018 年水泥板块收益走势



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 44: 2018 年各周期板块涨跌



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

从历史角度看，水泥板块共经历过 3 轮行情，目前我们正处于第四轮。第一轮行情始于 2006 年第四季度，由于当时市场流动性较好，A 股行情牛市叠加固定投资高速增长带来的水泥需求拉动使得水泥板块水涨船高，水泥制造涨幅 6.1x，同期沪深 300 涨幅 4.8x；第二轮行情始于 2008 年第三季度，由于当时“四万亿”计划对冲金融危机带来的影响，最终传导到地产和基建，大幅提升了水泥企业的盈利状况，水泥制造涨幅 3.8x，同期沪深 300 涨幅 1.0x；第三轮行情始于 2013 年三季度，主要受大盘驱动，但此时我国水泥生产逐渐进入平台期，水泥企业盈利能力减弱，因此在此轮涨幅中水泥板块基本与市场收益持平，水泥制造涨幅 1.6x，同期沪深 300 涨幅 1.4x。

图 45：水泥制造累计收益走势及阶段涨幅


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

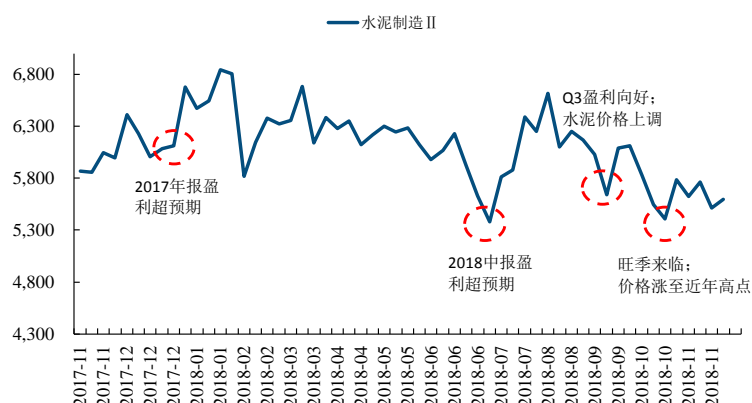
表 3：水泥制造 II 历年走势

日期	水泥制造 II 涨幅	沪深 300 涨幅	事件
2006Q4-2008Q1	6.1x	4.8x	固定投资高速增长；市场流动性宽松；淘汰立窑产能
2008Q4-2011Q1	3.8x	1.0x	“四万亿”拉动基建；抑制产能过剩；行业净利大幅增加
2013Q3-2015Q2	1.6x	1.4x	主要受大盘驱动，产量逐渐步入平台期
2016Q3- ?	1.0x?	0.5x	供给侧改革；错峰限产；行业净利大幅增加；7 月提出基建“补短板”

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

目前我们正处于由 2016 年第一季度末启动的第四轮行情中，此轮行情主要由于国家供给侧改革初见成效，上市企业盈利能力开始改善；同时开始实施错峰限产等措施，水泥价格持续走高。第四轮行情中股价从 2016Q1 持续抬升直至 2018 年初，但进入 2018 年后由于我国基建固定资产投资大幅下降和市场对房地产数据的担忧情绪，板块在年中持续于高位震荡。回顾 2018 年水泥板块走势可以发现，除 2 月初的反弹是市场带动外，1 月初、7 月初、9 月中的反弹都是由于公告水泥企业盈利超预期，而 10 月下旬的小幅反弹是由于水泥需求旺季来临叠加冬季错峰限产，水泥价格持续走高。因此我们可以总结 2018 年水泥板块能够在市场大幅下跌行情中能够保持相对坚挺的原因主要是有大幅增长的行业盈利支撑。

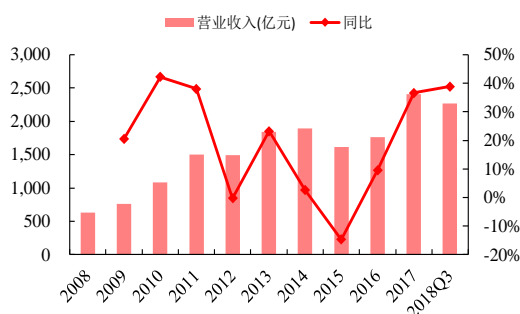
图 46：2018 年水泥制造 II 走势



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

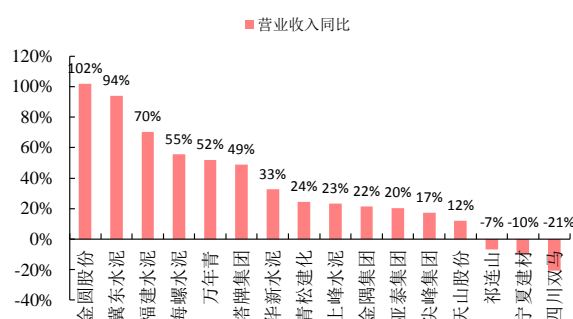
根据上市公司三季报, 16 家水泥上市公司在 2018 年前三季度共实现营业收入 2266.22 亿元, 同比增长 28.48%; 实现归属于上市公司股东的净利润 358.83 亿元, 同比增涨 143.64%。除祁连山和亚泰集团归母净利润小幅下降外, 其余 14 家上市公司归母净利润均实现增长, 多家上市公司业绩出现一倍以上大幅增长, 龙头海螺水泥实现归母净利 207.16 亿元, 同比增长 111.2%; 万年青和华新水泥涨幅行业领先, 分别为 272.58% 和 224.98%。

图 47：水泥行业营业收入



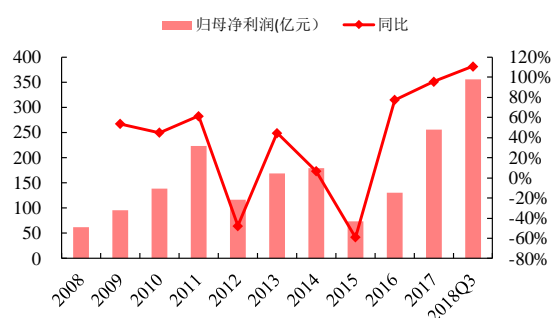
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 48：2018Q3 部分水泥上市企业营业收入同比



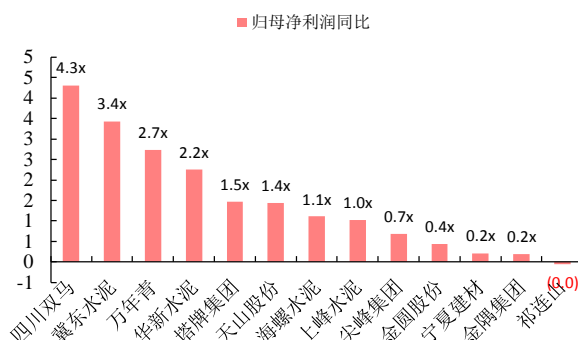
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 49：水泥行业归母净利润



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

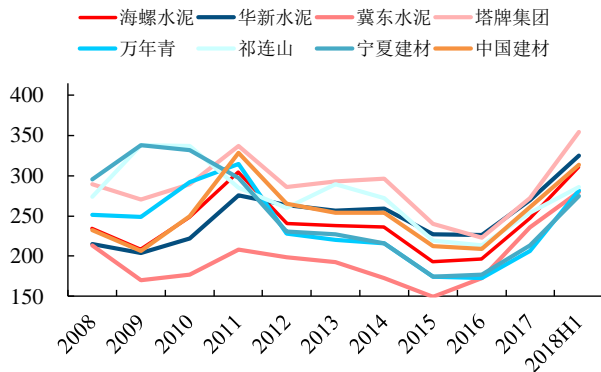
图 50：2018Q3 部分水泥上市企业归母净利润



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

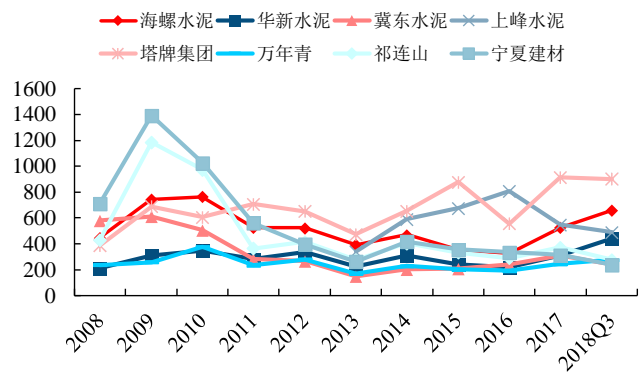
从吨价格来看，绝大部分企业当前水泥价格在 2018 年达到近十年来最高值。据测算，2018 年前三季度海螺水泥吨价格 327 元，同比增长 101 元/吨；冀东水泥吨价格 317 元，同比增长 31 元/吨；华新水泥吨价格 376 元，同比增长 84 元/吨；塔牌集团吨价格 373 元，同比增长 87 元/吨。从吨市值看，根据 2018 年三季报，塔牌集团、海螺集团、上峰水泥吨市值较高，分别为 902 元/吨，661 元/吨，490 元/吨。

图 51：部分水泥上市企业吨价格走势



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

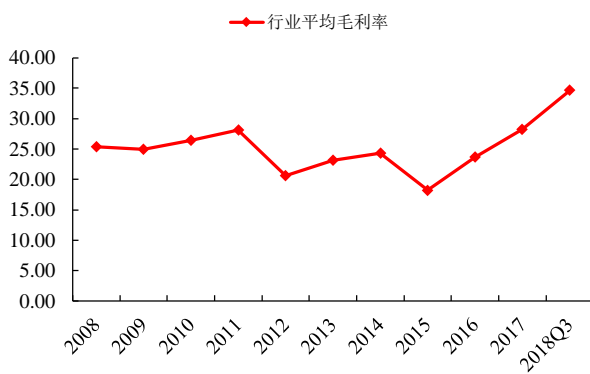
图 52：部分水泥上市企业吨市值



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

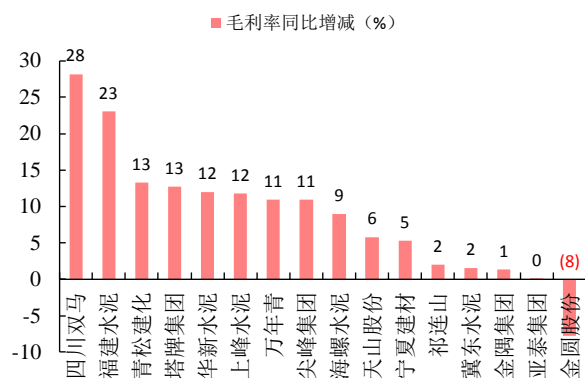
从毛利率上看，2018 年前三季度，行业平均毛利率为 34.66%，较去年同期增长 8.75 个百分点。除金圆股份和亚泰集团外，其他公司毛利率均有所上升。毛利率提升超过 10 个点的公司从高到低分别为四川双马、福建水泥、青松建化、塔牌集团等。

图 53：水泥行业平均毛利率



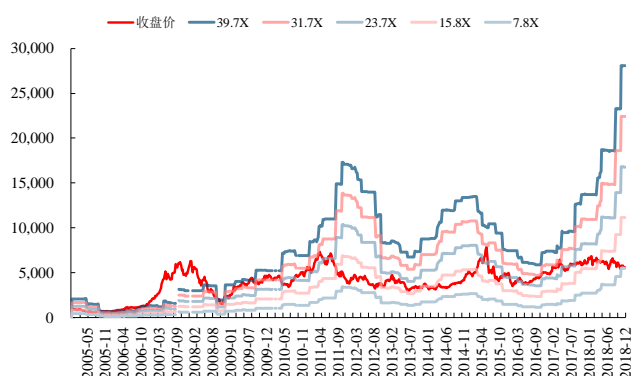
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 54：2018Q3 部分水泥上市公司毛利率

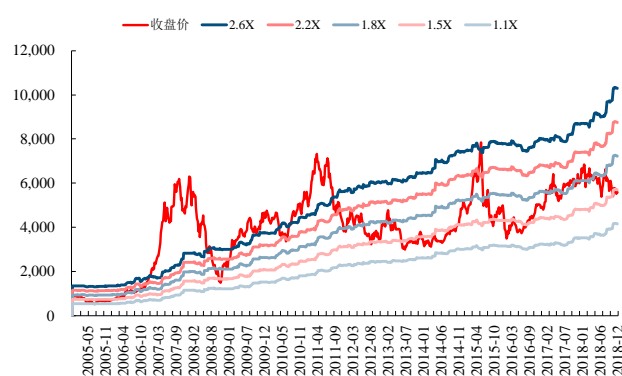


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

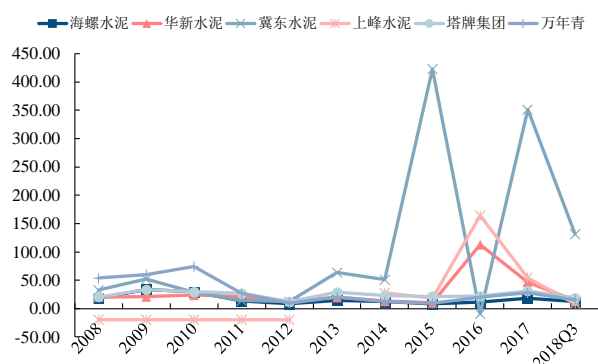
从估值来看，截至 2018 年 11 月 28 日，水泥制造 II 指数 PE 为 7.8x，PB 为 1.4x，从 PE/PB Band 可以看出 PE 和 PB 均处于历史相对低位，其中 PE 处于历史最低位，PB 处于近两年来最低位。从 PB 来看，海螺水泥和华新水泥 PB 值较高；从 PE 值来看，2014 年以前，除上峰水泥 PE 值为负、万年青 PE 偏高，其他公司 PE 值较为接近，自 2014 年开始，冀东水泥由于盈利变动幅度大，PE 值变动幅度也较大；2016 年，上峰水泥、华新水泥 PE 值明显高于其他公司；截至 2018 年 3 季度，除冀东水泥外，大多数水泥公司 PE 值均保持在 10-20 的水平，且龙头企业海螺水泥仍处于绝对优势地位。

图 55：水泥制造 II PE Band


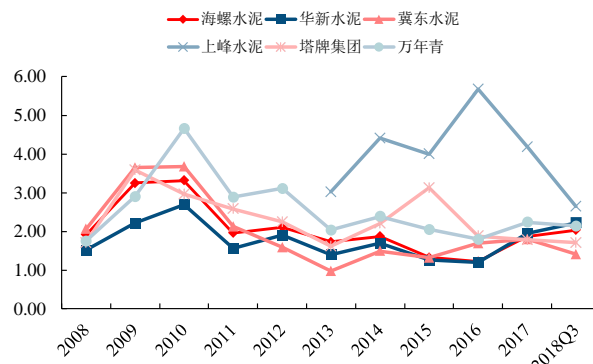
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 56：水泥制造 II PB Band


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 57：部分水泥上市公司 PE


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 58：部分水泥上市公司 PB


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

（七）2019 年展望：供给稳定保持，需求有望回升

对于 2019 的市场展望，从供给端来看，尽管近期产能置换批复了部分新建产线，但预计明年新增产能仍将处于较低的水平在。根据统计，2019 年共有 16 条新投产产能，共计 3144 万吨；同时在 2018 年在运行产能中，全国范围内有陕西、浙江、湖北、云南共计 1467 万吨的产能将在 2019 年关停或置换。因此估计 2019 年净新增产能仅有约 1677 万吨，相比于 2018 年在产产能 18.68 亿吨新增十分有限；环保限产方面，从目前已公布秋冬季限产计划的情况来看，大部分地区与去年持平，但也有部分地区较去年有 1 至半个月的减少。分区域看，东北地区辽宁和吉林的限产时间从去年 6 个月减少为 5 个月；华北地区整体与去年基本持平，河北较去年增加一个月，山西、内蒙古较去年减少一个月；西北地区错峰限产天数略有下降，甘肃减少 45 天，新疆减少 15 天；安徽等华东地区限产政策加强，浙江较去年增加 20 天。西南地区和华中地区冬季限产与去年基本持平。同时，今年部分省市新增避免一刀切的政策，主要体现在达到超低排放和绿色矿山的企业可豁免或减少限产。明年淡季到来时需要观察供给侧政府主导的错峰是否有放松迹象、东北水泥南下和越南水泥进口是否得到抑制等因素。

需求端方面，7 月 23 日国常会提出基建“补短板”以来，基建在未来半年到一年出现加速是大概率事件，

华东华南的发达地区，区域内的“补短板”有望先行启动，华北地区雄安的需求逐步释放。我们在假设明年 GDP 实际增速保持 6.3% 的基础上对 2019 年的房地产和基建需求做了情景分析。具体方式是假设 2019 年 GDP 实际增速保持 6.3%，通过利用制造业、地产和其他投资与 GDP 的占比关系，并假设各行业 2019 年的情况从而得到 2019 年基建投资的增速预测，之后再根据地产投资增速和基建投资增速与水泥产量增速的回归分析结果预测水泥产量增速。通过测算，在明年制造业投资增速维持在今年同一水平的情况下，假设房地产投资增速维持/回落 30%/回落 50% 后预测的基建投资增速分别为 10.0%/12.1%/13.5%，水泥产量增速分别为 0.36%/-0.60%/-1.25%；在明年制造业加码的情况下，假设房地产投资增速回落为 0，预测的基建投资增速为 14.9%，水泥产量增速为 -3.66%。

表 4：2019 年基建投资增速预测

情景	假设			预测	
	地产投资增速	制造业投资增速	其他投资增速	基建投资增速	水泥产量增速
地产放松，制造业维持	10.4%	9.2%	4.6%	10.0%	0.36%
地产增速回落 30%，制造业维持	7.3%	9.2%	4.6%	12.1%	-0.60%
地产增速减半，制造业维持	5.2%	9.2%	4.6%	13.5%	-1.25%
地产增速为零，制造业加码	0.0%	11.0%	4.6%	14.9%	-3.66%

资料来源：中信建投证券研究发展部

我国部分地区产能集中度已经较高，竞争格局好。同时在严控新增产能、不断淘汰落后产能的政策背景下每年新增产能十分有限，叠加华东、中南、西南地区产能利用高等因素，在需求不出现断崖式下滑，环保不彻底放松的背景下，水泥市场高景气有望继续维持。

二、玻璃行业：供给与需求继续博弈

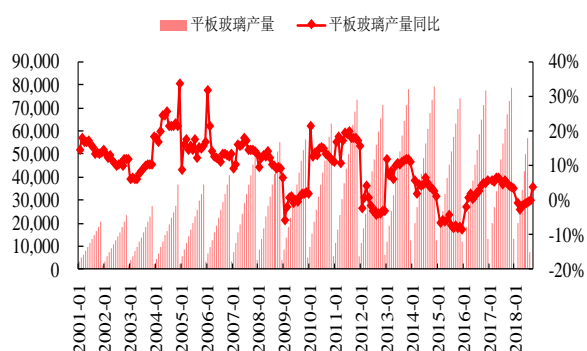
（一）玻璃业绩：供给收缩带来价格红利，利润整体较快增长

1、供给收缩后的缓慢增长推动价格上升后保持高位稳定

2018 年 1-10 月累计玻璃产量为 7.21 亿重箱，同比增长 1.30%；年初淡季价格相比有所回调，之后在供给侧结构改革以及环保政策的叠加影响下，玻璃产能持续受到控制，推涨玻璃价格。随着价格上涨，高盈利水平吸引更多生产线点火，玻璃产能缓慢增长，在产产能已至 2017 年去产能前的高位，从而导致价格也出一定水平回落。

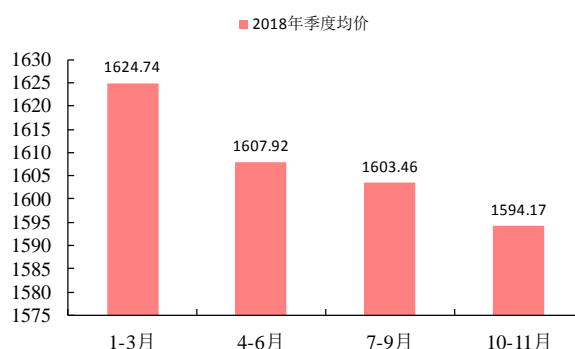
由于环保带来的供给收缩红利已在前期市场有所体现，且玻璃生产开工率不宜轻易调节，今年冬季的采暖期北方市场也难有更大限产动作。随着供给增加，支撑玻璃价格高位运行的因素逐步变弱。但当前仍处于施工旺季，行业需求大幅下滑可能性不大，竣工项目将在年度逐步增多，价格下滑幅度不会太明显，本年内价格大概率保持稳定。

图 59：平板玻璃产量情况



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 60：2018 年玻璃季度均价



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 61：浮法玻璃现货平均价（元/吨）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 62：玻璃期货结算价



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2、价格高位维持促使业绩较快增长

从上市公司业绩来看，2018 年前 3 季度共完成营业收入 386.8 亿元，收入同比上升 8.66%；实现归母净利润 22.13 亿元，同比上升 8.41%；综合销售毛利率 18.54%，同比降低 0.53 个百分点，销售净利率 5.72%，同比下降 0.01 个百分点。

2018 年前 3 季度，玻璃价格基本维持了 2017 年第四季度的高位，受此影响多家浮法玻璃上市公司营收和归母净利润均保持较快增长。旗滨集团业绩稳定增长，但重油、石油焦等燃料价格均有所提升，导致单箱玻璃毛利下降；南玻 A 公司归母净利润出现大幅下降，主要是因为 2017 年 10 月，公司决议进行股权激励，向 454 名激励对象授予 9751 万股限制性股票，2018 年 1-9 月分摊计入损益的股权激励费用 1.4 亿元，影响归属于上市公司股东的净利润。

而由于玻璃原片价格上涨以及深加工玻璃行业竞争加剧的原因，深加工玻璃企业归母净利润出现了下滑。其中，亚玛顿公司光伏减反玻璃产品市场竞争日趋激烈，原片供应不足使得产能不能完全释放，导致成本上升，且随公司电站规模的扩大，公司融资规模大幅度增加，对应借款利息大幅增加所致财务费用大幅增长。而且由于运输费用的增加，以及今年上半年增加了超薄双玻组件质量保险费用，使得销售费用与去年同期比较大幅增加，从而导致利润下降。北玻股份则由于原材料以及各种材料大幅度涨价，大部分产品毛利率下降，毛利率较高的玻璃深加工产业出口订单减少，利润转亏。

表 5：玻璃上市公司 3Q2018 财务情况

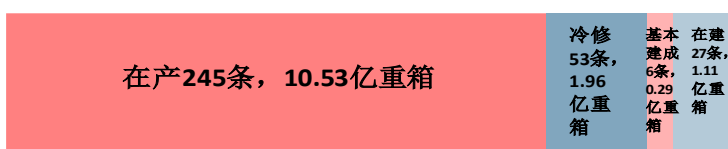
	营业收入	同比	归母净利润	同比	毛利率	变动	净利率	变动
	(亿元)		(亿元)					
浮法玻璃占比大的企业								
旗滨集团	60.62	10.36%	9.59	16.27%	30.24%	-2.78%	15.82%	0.83
金晶科技	36.65	24.95%	2.49	45.91%	23.70%	0.25%	7.01%	1.86
耀皮玻璃	28.07	19.66%	0.90	215.83%	17.70%	-0.12%	4.11%	2.32
三峡新材	91.98	1.28%	2.75	-0.81%	7.59%	-0.42%	3.02%	-0.07
洛阳玻璃	10.10	-7.86%	0.02	-93.83%	21.65%	-4.67%	0.83%	0.61
南玻 A	81.51	4.63	4.69	-34.02	24.03%	-1.15%	5.96%	-3.30
深加工玻璃占比大的企业								
亚玛顿	12.99	2.13	0.64	611.26	12.01%	-2.52%	5.17%	4.23
凯盛科技	21.43	-18.12	0.73	-19.53	16.15%	1.52%	3.76%	-0.34
金刚玻璃	4.24	26.29	0.14	3.57	37.33%	2.40%	1.57%	-0.02

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

(二) 供给限制与需求下行压力的博弈仍为主线

1、环保叠加供给侧改革有望调整边际供需

截止 2018 年 11 月, 我国浮法生产线在产 245 条, 产能 10.53 亿重箱。2018 年新复产生产线 15 条, 新点火生产线 8 条, 产能 0.32 亿重箱。新冷修生产线 8 条, 产能 1.96 亿重箱/年。另外在建产能 1.11 亿重箱/年。

图 63：2018 年产能情况


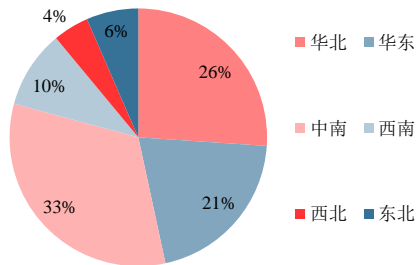
资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

从产能变动角度看, 2018 年 1-11 月浮法玻璃总产能约为 13.90 亿重量箱, 同比增长 3.17%。在生产线条数比去年同期净减少 13 条左右, 冷修生产线条数小于去年同期。从在建生产线分布来看, 35 条在建生产线中 7 条在北方地区, 其余多分布在福建、安徽等南方地区, 预计明年南方地区产能压力增大。

从产能的地域分布来看, 截至 2018 年 11 月底, 中南地区产能最大, 占全国总产能的 32.59%; 华北地区占比 26.06%, 华东地区占比 20.55%, 西南、东北、西北占比较小, 分别为: 9.78%、6.53%、4.50%。

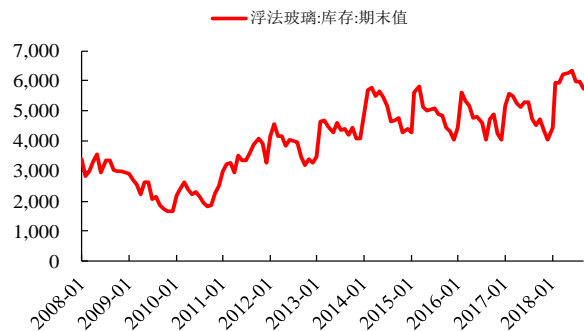
我国浮法玻璃库存自二月份以来, 迅速上升并稳定在高位。一月份的库存为 4439 万重箱, 到了二月迅速上升至 5943 万重箱, 此后至 11 月均维持在 5700 万重箱以上。但从 6 月底达到 6343 万重箱的峰值后逐月下降, 11 月底为 5730 万重箱, 为 2 月以来的最低点。

图 64：产能地区分布



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

图 65：浮法玻璃库存情况



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2018 年在供给侧结构改革以及环保政策的叠加影响下，玻璃产能持续受到控制。2018 年初，工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》的通知，平板玻璃项目延续原办法的置换比例，位于国家规定的环境敏感区的建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。虽然置换比例延续了原办法，但对用于置换的产能限定更加严格。

2018 年 8 月，工信部及发改委两部门联合印发《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，指出当前水泥、平板玻璃产能过剩形势依然严峻，责成各地主管部门切实做好禁止新增水泥、平板玻璃产能工作。受环保限产带来的供给侧冲击影响，局部玻璃供应出现紧张。

2018 年华东华北等地区玻璃企业第三次市场研讨会后，安徽、江西、湖北、河南和江苏北部等地区纷纷上调玻璃价格，幅度为 20-50 元/吨。此外根据《邢台市 2018 年大气污染防治工作方案》中无证企业立即停产、有证企业全年限产 15% 的要求，沙河地区玻璃产能收紧。但随着部分产能冷修复产，产量增速有所提升。

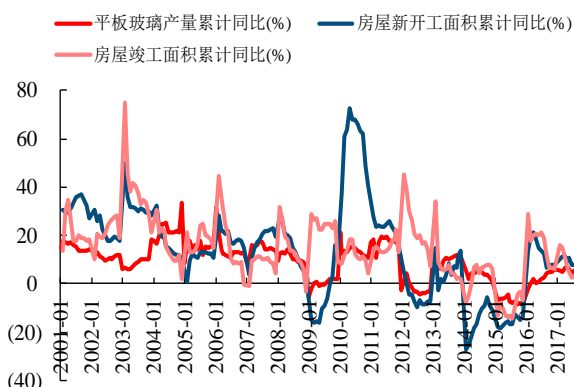
2020 年之后沙河将再关停 6 条浮法玻璃生产线，淘汰所有玻璃企业两段式煤气发生炉、全面推广全氧燃烧及相关配套技术，确保 2020 年底前去化产能 4230 万重量箱、深加工率提升到 60% 以上，将所有玻璃企业打造成为花园式绿色企业。

2、地产增速回落，需求端缺乏动力需求端

房地产销售端，1-10 月商品房销售面积 13.3 亿平方米，同比增长 2.2%，土地端 1-10 月土地购置面积 2.20 亿平方米，同比增加 15.3%，增速回落 0.4 个百分点；投资端 1-10 月房屋新开工面积同比增长 16.3%，1-10 月房地产开发投资 9.93 万亿元，同比增长 9.7%。所有增速均出现不同程度回落。汽车产量也达历史低位。

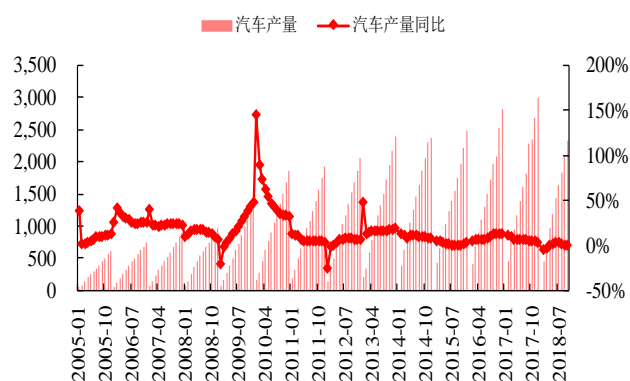
地产新开工面积增速周期通常为 25-35 个月，且玻璃产量与地产新开工有高度相关性。分析新开工、竣工与玻璃产量，新开工与竣工出现新一轮背离。历史上多次出现背离，而玻璃产量均跟新开工走势趋同。目前来看地产自 11 月起新开工空间进一步缩小，玻璃需求上升动力不足。

图 66：平板玻璃产量与地产新开工、竣工面积



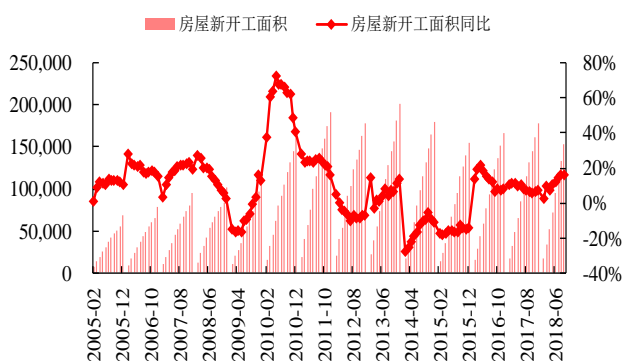
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 67：汽车产量情况



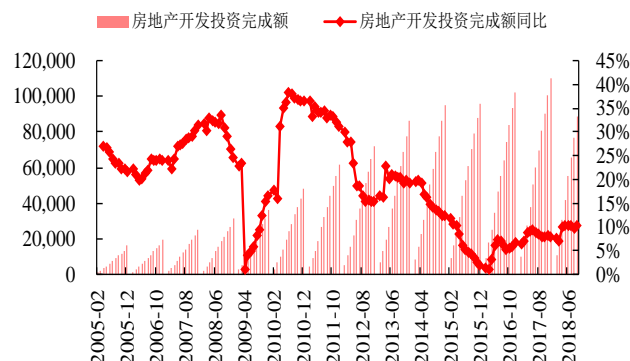
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 68：房屋新开工面积情况



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 69：房地产开发投资情况



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

3、成本端价格先涨后跌，波动趋缓

上游成本端，2018年1-11月国内纯碱市场价格仍出现了波动，但波动幅度有所减小。受市场炒作、纯碱与下游客户之间的博弈等因素影响，2016年底纯碱价格开始暴涨，短短两个月上涨35%，2017年伊始，纯碱市场又上演暴跌行情，从8月份开始价格再度大涨，价格创2006年以来新高，12月份纯碱价格再度大跌，年内振幅近60%。2018年2月份开始，纯碱价格开始了新一轮上涨，至6月底达到高点，涨幅为22.64%，此后价格有所回落，2018年1-11月较年中价格下跌11.64%，成本压力减小。另外，受国际油价回调，石油焦等价格有望同步回调；受大规模煤改气影响，供暖季天然气供应不足的现象仍然存在，预计天然气价格会出现上涨。

图 70: 重质纯碱价格情况



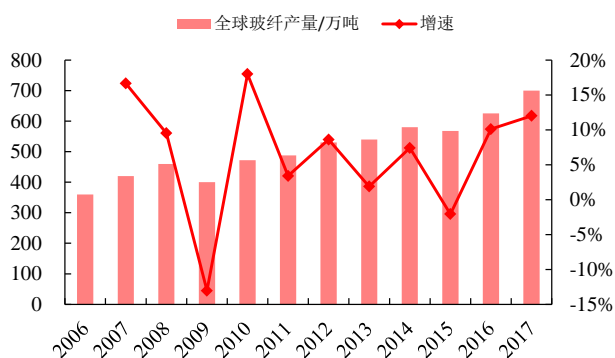
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

三、玻纤行业：贸易战缓和有利于行业景气

(一) 全球特别是欧美经济复苏推动玻纤需求高增长

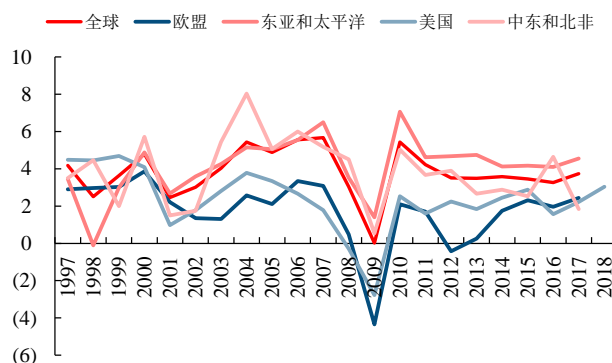
2017 年全球玻纤产量达 700 万吨, 相比 2016 年 625 万吨, 同比增长 12%。同时, 近两年全球玻纤产量增速均超 10%, 处在 2011 年以来的高位。我们认为, 全球玻纤产量增速提高的一个原因是欧美经济复苏的推动。2016 年至今, 除中东和北非地区, 其余区域 GDP 增速均有所上升, 美国与欧盟 PMI 均呈上升趋势, 美国 PMI 从 2015 年 12 月的阶段极小值 48.0 上涨到 2017 年 12 月的 59.3, 欧盟 PMI 从 2016 年 2 月的阶段极小值 51.2 上涨到十三年以来历史最高值, 即 2017 年 12 月的 60.6, 2018 年出现下滑; 而欧美失业率则平稳下降, 分别下降 1.8、0.8 个百分点, 欧美经济的复苏为玻纤行业的发展提供了经济利好。

图 71: 全球玻纤产量及增速



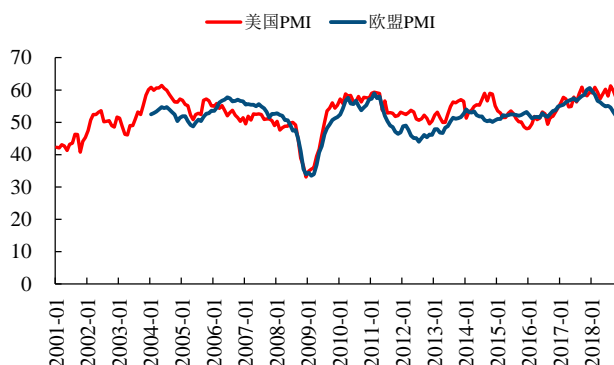
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 72: 全球及各区域 GDP 增速



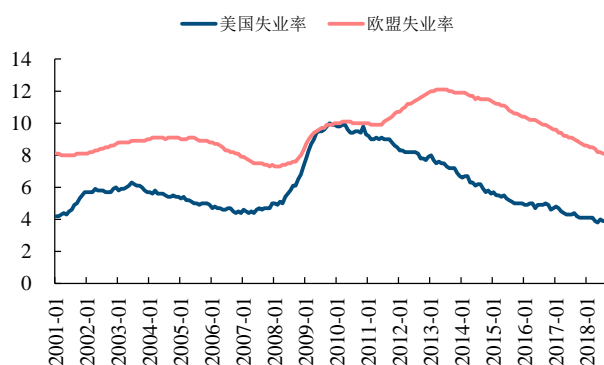
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 73：欧美 PMI 趋势图



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

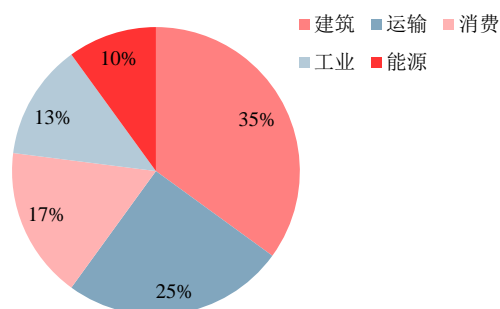
图 74：欧美失业率趋势图



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

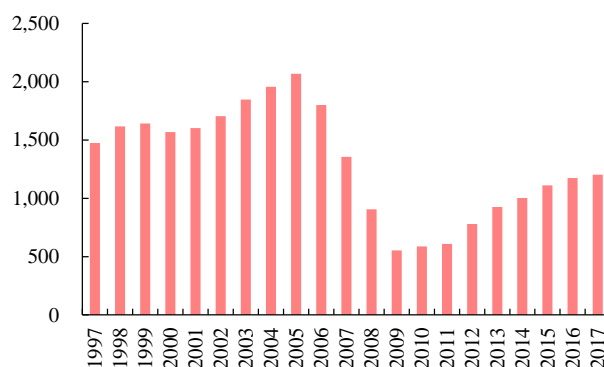
从需求领域分布来看, 玻纤全球需求主要分布在五个领域, 其中建筑以 35% 的比例居首, 之后依次为运输、消费、工业和能源。美国已开工新建私人住宅数量在 2005 至 2009 年迅速下滑, 自 2009 年起平稳提升, 2012-2013 年开始美国新的建筑业周期启动, 对玻纤需求有一定拉动作用。

图 75：全球玻纤市场分布



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

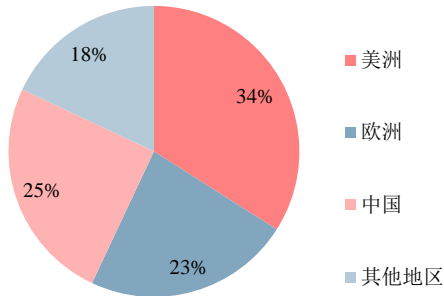
图 76：美国已开工的新建私人住宅（千套）



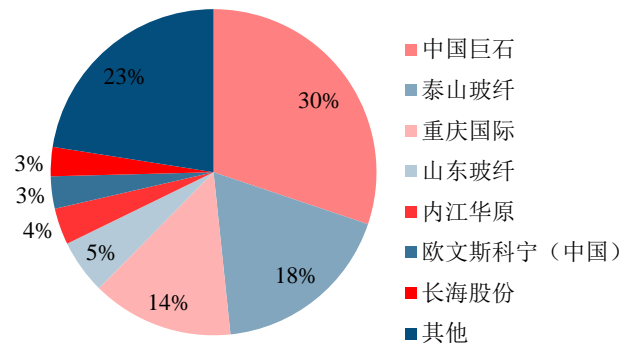
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

(二) 行业集中度高, 区域分布集中

从全球市场份额地域分布来看, 占比最高的仍是美洲 34%, 中国市场份额占全球比例 25% 位居第二, 超整个欧洲地区两个百分点; 从中国玻纤产能地域分布来看, 玻纤产能主要集中在华东地区, 占比高达 60%, 其次是西南地区, 占比 26%, 两者共同占比超过全国的四分之三, 地域分布较为集中。从行业集中度角度看, 三巨头产能占比超过全国的 60%, 其中中国巨石以 30% 的产能占比稳坐行业龙头, 泰山玻纤、重庆国际分别以 18%、14% 紧随其后, 行业集中度高。

图 77：全球玻纤市场份额地域分布


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 78：中国玻纤行业产能竞争格局


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

（三）新增产能扩张，产能主要集中在大规模生产线

2018 年时间加权新增产能 11.2 万吨，与 17 年基本持平。从实际点火情况看，18 年新增生产线产能累计 72 万吨，预计在 18、19 年逐步释放，其中中国巨石今年点火投产总计产能 33 万吨，泰山玻纤 10 万吨，山东玻纤 8 万吨，新增产能主要来自国内巨头企业。当前全国总产能 484 万吨，其中电子纱 63.2 万吨，占比 13.06%，非电子纱 420.8 万吨，占比 86.94%，在建产能 431.9 万吨，冷修 15.8 万吨，停产 14 万吨。2019 年新增产能预计将达到 36 万吨，其中包括 4 条计划 2018 年底投产的生产线，1 条在建生产线及 1 条技改生产线。

表 6：2018 年玻纤新增产能情况

大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能	建设情况	点火时间
华东	山东	山东淄博中材庞贝捷金晶玻纤有限公司	淄博	3 线	8 万吨	在建	原计划 2017 年底点火，后推迟到 18 年 4、5 月份
华中	江西	巨石集团九江有限公司	九江	4 线	12 万吨	在建	计划 2018 年初点火
华中	河南	林州光源新材有限公司	林州	2 线	5 万吨	开工建设	2018 年 8 月 9 日上午点火
华东	山东	山东玻纤	格赛博	2 线	8 万吨	开工在建	计划 2018 年 10 月点火投产，推迟到 12 月
华东	安徽	安徽丹凤集团	桐城	2 线	8 万吨	开工在建	初步计划 2018 年 6 月点火，推迟到 9 月，截至 9 月底仍推迟
华东	浙江	巨石集团桐乡总部	桐乡	智能生产线 1 线	15 万吨	2017 年 9 月份开工建设	2018 年 8 月 21 日点火
华东	浙江	巨石集团桐乡总部	桐乡	1 线(电子级玻纤)	6 万吨	12 月 24 日开工	计划 2018 年底投产
华东	山东	泰山玻纤	泰安	6 线	10 万吨	在建	计划 2018 年 11 月份点火

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 7：截至 2018 年 10 月在建及拟建池窑线情况

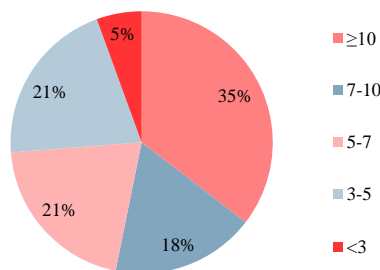
大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能	建设情况	备注
华东	安徽	台嘉玻璃纤维有限公司	蚌埠	1 线	3 万吨	计划开工	暂无开工计划

华中	江西	江西大华玻纤集团有限公司	江西	1	3	中碱纱技改无碱	原本有 2 条线，现在 1 线 3 万吨在产，6 万吨冷修 改线，改无碱。
华东	山东	山东玻纤	格赛博	2 线	8 万吨	开工在建	计划 2018 年 10 月份点火 产,推迟到 12 月份点火
华东	安徽	安徽丹凤集团	桐城	2 线	3 万吨	开工在建	推迟到 9 月点火，截至 9 月底，仍推迟
华东	浙江	巨石集团桐乡总部	桐乡	1 线（电子级玻 纤）	6 万吨	12 月 24 日开工	计划 2018 年底投产
华东	山东	泰山玻纤	泰安	6 线	10 万吨	在建	计划 2018 年 11 月份点火

资料来源：中信建投证券研究发展部

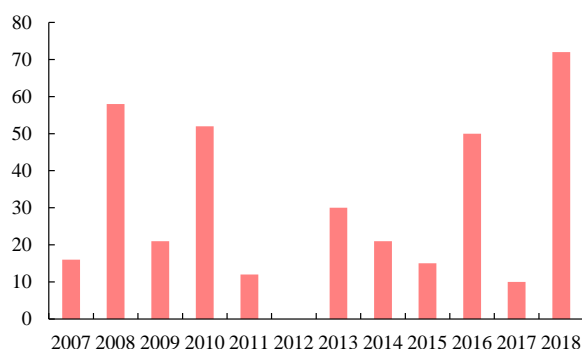
从生产线规模看，产能 10 万吨以上的大型生产线贡献产能占比最高，达 35%，产能规模在 3-5、5-7、7-10 的生产线产能比例相近，产能在 3 万吨以下的小型生产线总量较小，长期内面临淘汰风险，与玻纤行业集中度高、巨头占绝对优势的特点相吻合。从中国玻纤产量角度看，近十年中国玻纤产量稳步提升，在过去两年增长尤为迅速，中国玻纤产量占全球的百分比整体上也呈增长态势，最近几年稳定在 60% 左右。

图 79：中国玻纤成产线规模分布（万吨）



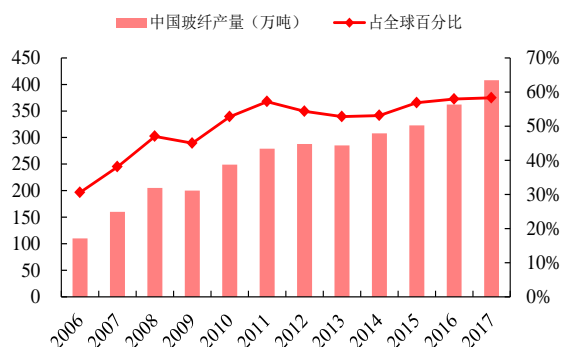
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 80：玻纤行业历年新增产能（万吨）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 81：中国历年玻纤产量及占全球百分比



资料来源：公开资料整理、中信建投研究发展部

（四）贸易战缓解利好出口，国内巨头海外布局

一方面，玻璃纤维及其制品中的一部分列在美国对中国加征关税的 2000 亿清单中，中美贸易战对我国玻纤企业的出口业务产生负向影响。我国玻纤产量占全球的 60% 左右，而终端需求占全球的比重仍较低，因此除了玻纤纱的直接出口，还包括制品的出口等。12 月 1 日，中美两国元首重要会晤达成共识，决定停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对双方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施，并将在未来展开积极磋商。另一方面，玻纤企业尤其是国内巨头企业近年推进海外本地建厂策略，可有效规避中美贸易摩擦影响，降低经营风险。例如 2016 年，中国巨石在美国南卡罗来纳州投资 3 亿美元建设 8 万吨池窑拉丝玻纤生产线项目，并于 2018 年底投产。

表 8：中国玻纤企业海外生产线建设情况

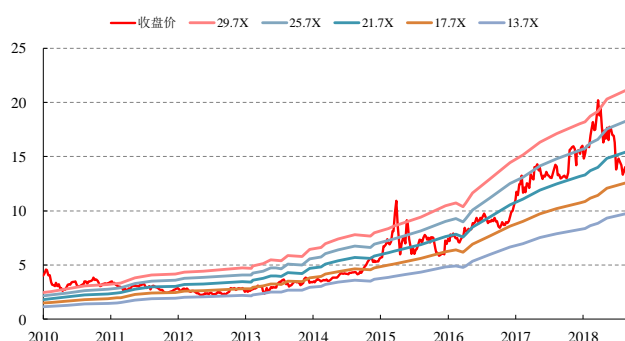
企业	所在地	生产线	产能	状态
巨石集团	埃及	1 线	8 万吨	在产
		2 线	8 万吨	在产
		3 线	4 万吨	投产
	美国	1 线	8 万吨	动工
CPIC	巴西	1 线	5 万吨	在产
	巴林	1 线	3 万吨	在产
		2 线	8 万吨	在建

资料来源：中信建投研究发展部

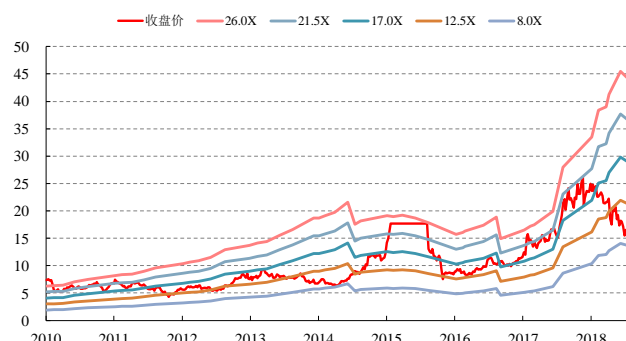
四、消费类建材：估值处于历史底部，有提升空间

（一）消费类建材公司估值处于历史底部

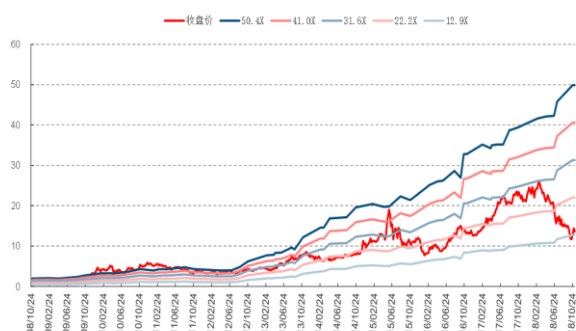
北新建材、伟星新材、东方雨虹是消费类建材中三家教科书式的优秀公司，三家公司各有各的核心优势。而就二级市场表现来看，从 2018 年初的高点回落近 50%，市盈率（TTM）水平也从年初大幅下降，公司目前 PE 估值水平都处于历史底部区间。对消费类建材公司估值可能产生影响的因素包括以下几个方面：1、地产下行预期对地产产业链上游企业收入增速产生影响；2、地产企业现金流较为紧张，对地产产业链企业应收账款周转率可能产生影响；3、基础设施建设对企业业绩的影响；4、中小企业融资成本上升对企业估值的影响；5、原材料价格上涨对公司毛利率可能带来的影响等。我们在本报告中重点研究地产、基建以及宏观经济情况对公司业绩以及估值的影响。

图 82：伟星新材 PE (TTM) 估值处于历史底部


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 83：北新建材 PE (TTM) 估值处于历史底部


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 84：东方雨虹 PE (TTM) 估值处于历史底部


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

（二）宏观经济、基建和地产对消费类建材公司业绩及估值影响分析

我们通过相关性分析来判断哪些指标与消费类建材公司的经营状况有关以及影响的滞后期数，从而寻找先行指标作为对公司业绩未来变化趋势的参考。我们对公司营业收入同比增速、净利润同比增速、应收账款周转率、经营性现金流情况四个维度的指标与宏观经济以及地产和基建的相关指标进行了相关性分析。

建材行业属于周期性行业，GDP 增速、M2 同比增速、社融规模同比变化都可能对公司经营产生影响。经过分析，我们发现东方雨虹、伟星新材的营业收入受所选宏观经济指标影响较大，北新建材的营业收入受所选宏观经济指标的影响较小，三家公司的净利润同比增速、应收账款周转率、经营性现金流状况与所选宏观经济指标的相关性较弱。

作为房地产的上游行业，建材类企业面临的需求与下游行业息息相关。经过分析，在我们所选取的房地产市场特征指标中，与东方雨虹、伟星新材、北新建材的营业收入增速产生明显相关关系的指标较多，而与净利润增速、应收周转率和经营性现金流等情况产相关性的指标较少。其中新开工面积同比增速、房地产到位资金同比增速是对三家公司营业收入都有显著影响的指标。

（1）从存在相关性的指标数量来看，东方雨虹和伟星新材与下游地产、基建、宏观经济的相关性更强，受到更多指标影响；对北新建材产生影响的指标数目相对较少，且没有基建类指标。

(2) 从和指标的相关系数的大小来看，东方雨虹的营业收入与地产、基建、宏观经济的相关性更强，伟星新材次之，北新建材较弱。

(3) 从滞后时间来看，房地产的影响速度快于基建投资的影响速度，东方雨虹对于考察指标的变化反应最快。

(4) 从具体的指标类别来看，影响集中在对三家企业营业收入的影响，净利润、经营性现金流净额、应收账款周转率与考察指标相关性很弱；房地产行业新开工面积同比增速、房地产到位资金同比增速对三家公司的营业收入都产生了明显的正向影响，东方雨虹受到的带动效果最大；房地产销售情况只对东方雨虹的营业收入有影响；东方雨虹和伟星新材的营收还受到基建投资额变化的影响，而北新建材的营收与基建设没有相关关系。

表 9：与宏观经济环境、基建、地产相关性分析主要关注变量一览

指标类别	指标内容
公司经营状况	(1) 营业收入同比增速；(2) 净利润同比增速；(3) 应收账款周转率 (4) 经营性现金流情况
宏观经济环境	(1) GDP 增速；(2) M2 同比增速；(3) 社融规模同比
房地产市场特征	(1) 综合性指标（国房景气指数）； (2) 新开工面积同比增速、竣工面积同比增速、销售面积同比增速、期房现房销售面积同比增速、房地产开发投资同比增速（扣除土地购置投资）、商业地产销售面积同比增速； (3) 现金流指标（经营性现金流净额同比增速、房地产到位资金同比增速）； (4) 业绩指标（房地产上市公司季度净利率中位数）。
基建市场特征	(1) 固定资产投资完成比例；(2) 基础设施建设投资同比增速。

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 10：典型消费类建材企业上市以来与宏观经济相关系数绝对值大于 0.5 的指标

公司名称	经营性指标	相关系数大于 0.5 的指标
东方雨虹	营业收入同比增速	社会融资规模当季同比、M2 同比、GDP 当季同比、新开工面积同比增速、基建投资同比增速、房地产到位资金同比增速、期房面积同比增速、销售面积同比增速、现房面积同比增速、房地产开发投资完成额同比增速
	净利润同比增速	无
	经营性现金净额同比增速	基建投资同比增速、房地产净利润增速
	应收账款周转率	无
伟星新材	营业收入同比增速	M2 同比、GDP 当季同比、新开工面积同比增速、基建投资同比增速、房地产到位资金同比增速、房地产开发投资完成额同比增速、期房面积同比增速
	净利润同比增速	新开工面积同比增速
	经营性现金净额同比增速	房地产到位资金同比增速
	应收账款周转率	
北新建材	营业收入同比增速	新开工面积同比增速、房地产行业净利率、房地产到位资金同比增速
	净利润同比增速	无
	经营性现金净额同比增速	无
	应收账款周转率	房地产行业净利率

资料来源：中信建投证券研究发展部，注：强相关为相关系数绝对值大于 0.5 的指标。

1、东方雨虹—收入增速与新开工增速、房企到位资金增速和滞后 3-4 季度基建增速相关性强

我们从多个角度研究了下游需求与宏观经济状况与东方雨虹经营业绩相关程度。通过相关系数的分析方法，我们发现下游市场指标对于公司业绩的影响集中体现于对营业收入的引领作用。我们计算了上市以来公司单季度收入增速与各指标的相关性，**东方雨虹营业收入单季度同比增速与新开工面积同比增速滞后一个季度的相关系数为 0.82**，相关性强，且为同步变化；房地产到位资金变化往往反映了房地产市场面临的政策环境，对东方雨虹业绩影响较为明显，公司营收增速**跟房企到位资金同比增速滞后一个季度的相关系数为 0.79**，相关性也较强；**跟基建同比、社融同比、M2 同比滞后 3-4 季度相关性较强**。公司的净利润、经营性现金流情况和应收账款周转情况还受原材料价格等因素影响，具有一定逆周期属性，因此跟单纯宏观经济、基建、地产的相关性减弱。

表 11：东方雨虹营业收入同比增速相关系数表

滞后期数	新开工面积同比	竣工面积同比	商品房销售面积同比	期房销售	现房销售	房地产投资完成额同比	房地产到位资金同比	国房景气指数	房地产营业收入同比增速	房地产净利润同比增速	房地产净利率	固定资产投资完成额同比	基建投资同比	GDP 当季同比	社融当季同比	M2 同比
0 个季度	0.69	0.21	-0.05	0.03	-0.23	0.52	0.62	0.62	0.13	0.04	0.17	0.21	-0.09	0.55	-0.19	0.18
1 个季度	0.82	0.01	0.26	0.43	0.03	0.40	0.79	0.64	0.45	0.45	0.23	0.24	0.00	0.66	-0.02	0.36
2 个季度	0.61	0.15	0.62	0.76	0.41	0.13	0.70	0.53	0.38	0.67	0.28	0.34	0.32	0.65	0.24	0.57
3 个季度	0.25	0.23	0.82	0.81	0.71	-0.11	0.48	0.25	0.41	0.67	0.41	0.40	0.60	0.38	0.54	0.70
4 个季度	-0.04	0.16	0.63	0.56	0.65	-0.31	0.18	-0.02	0.04	0.23	0.35	0.41	0.74	0.03	0.75	0.71
5 个季度	-0.21	0.19	0.21	0.10	0.25	-0.26	-0.12	-0.17	-0.35	-0.16	0.14	0.34	0.62	-0.20	0.60	0.50
6 个季度	-0.23	0.14	-0.22	-0.30	-0.17	-0.08	-0.26	-0.11	-0.41	-0.41	-0.11	0.26	0.35	-0.15	0.29	0.22
7 个季度	-0.19	-0.05	-0.43	-0.40	-0.39	-0.06	-0.31	-0.06	-0.44	-0.47	-0.24	0.15	0.11	-0.09	0.11	0.05
8 个季度	-0.04	0.12	-0.40	-0.36	-0.47	-0.07	-0.42	-0.10	-0.52	-0.39	-0.31	0.00	-0.07	-0.09	-0.18	-0.11

资料来源：中信建投证券研究发展部

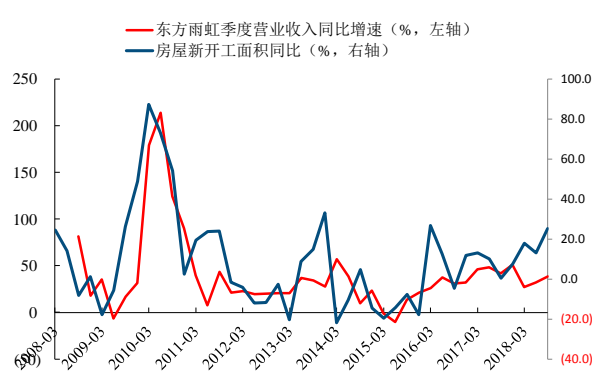
表 12：东方雨虹经营状况关键引领指标整理

东方雨虹经营性指标	关键引领指标（相关性大-小）	引领方向	相关系数绝对值>0.5 的季度	最大相关系数
营业收入同比增速	新开工面积同比增速	+	0-2	0.82（第 1 季度）
	销售面积同比增速	+	2-4	0.82（第 3 季度）
	期房面积同比增速	+	2-4	0.81（第 3 季度）
	房地产到位资金同比增速	+	0-2	0.79（第 1 季度）
	M2 同比	+	4-6	0.74（第 5 季度）
	基建投资同比增速	+	3-5	0.74（第 4 季度）
	现房面积同比增速	+	3-4	0.71（第 3 季度）
	社会融资规模当季同比	+	2-4	0.69（第 3 季度）
	GDP 当季同比	+	0-2	0.67（第 1 季度）
净利润同比增速	无			
	房地产开发投资完成额同比增速	+	0	0.52（第 0 季度）
经营性现金净额同比	基建投资同比增速	-	4	-0.56（第 4 季度）

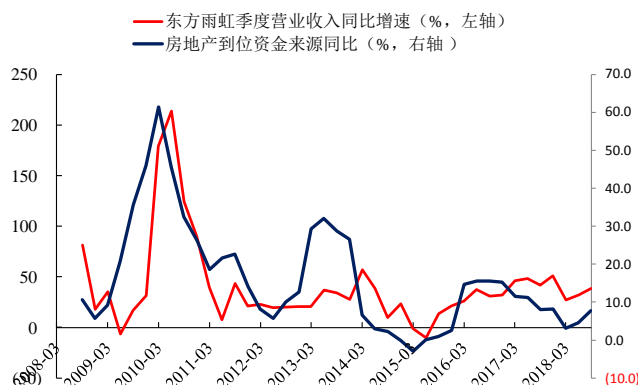
增速 房地产净利润增速 - 2 -0.51 (第 2 季度)
 应收账款周转率 无

数据来源: 中信建投证券研究发展部

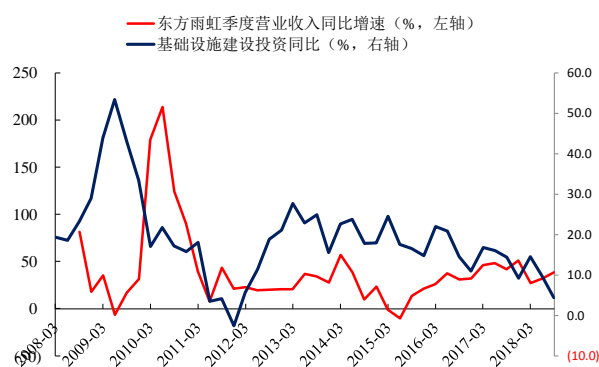
我们推算东方雨虹目前地产: 基建: 民建收入比例大致在 55:30:15 左右。公司防水材料部分在地产新开工打地基的时候就产生需求, 部分在房屋封顶屋面做防水时产生需求, 部分在内部装修铺贴瓷砖等之前产生需求。同时基建中地铁隧道、站台、桥梁涵洞、高铁等也对防水材料产生较大的需求。从历史数据上看, 公司营收增速与新开工面积同比增速的正相关系数为 0.82 (滞后一季度), 相关性较高。从图中我们可以看到, 公司从 08 年以来单季度营收增速与新开工面积增速 (滞后一季度)、房地产到位资金 (滞后一季度)、基建投资 (滞后 3-4 季度) 和 M2 增速 (滞后 3-4 季度) 呈现了较好的同步特征。公司下游地产客户以大的房地产企业为主, 因此下游地产集中度的提升有利于公司市场占有率的提升。

图 85: 东方雨虹营业收入与新开工面积同期正相关


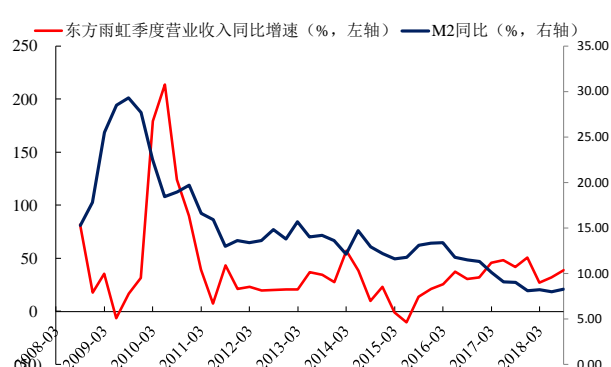
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 86: 东方雨虹营收与房地产到位资金滞后 1 季度正相关


资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 87: 东方雨虹营收与基建投资滞后 4 季度期正相关


资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 88: 东方雨虹营业收入与 M2 增速滞后 4 季度正相关


资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 13: 东方雨虹 PE 与关键性指标相关系数

	房屋新开工面积同比	基础设施建设投资同比	房地产到位资金同比	M2 同比	GDP 当季同比
0 个季度	0.53	0.06	0.67	0.59	0.87
1 个季度	0.56	0.18	0.70	0.70	0.88

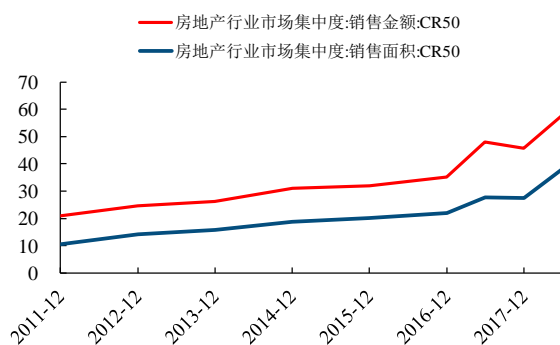
2 个季度	0.54	0.30	0.69	0.79	0.84
3 个季度	0.52	0.43	0.64	0.85	0.76
4 个季度	0.46	0.48	0.55	0.88	0.65
5 个季度	0.38	0.51	0.46	0.85	0.56
6 个季度	0.34	0.55	0.44	0.86	0.50
7 个季度	0.30	0.57	0.40	0.84	0.40
8 个季度	0.33	0.54	0.39	0.76	0.32

资料来源：中信建投证券研究发展部

受益于房地产行业集中度提升，地产龙头业绩优于市场进一步降低对公司业绩的影响

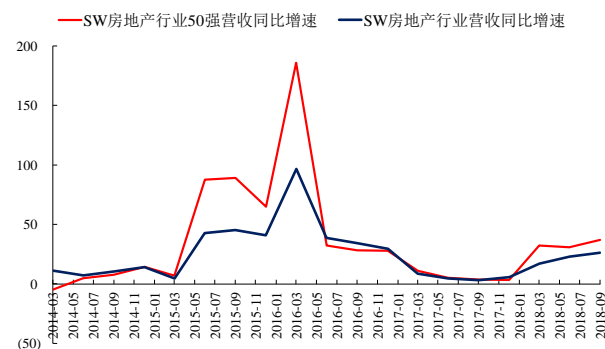
经过进一步分阶段分析，我们发现前述相关性在 2016 年以后有所减弱，公司主要客户为地产行业的龙头企业，因此地产 50 强的市场表现较市场总体表现而言与公司业绩的相关性更强。2016 年以后，地产行业 50 强企业的集中度迅速上升，且长期来看 50 强企业的经营状况优于市场平均水平，因此公司业绩与房地产市场的联系较之前有所减弱。我们认为未来行业集中度提升的趋势仍在加快，龙头房企销售仍有望保持 10% 以上的正增长。龙头房企发挥融资、品牌和运营管理的优势，在行业下行期获取高性价比土地储备资源。一线及强二线城市市场有望回暖，将对冲三四线市场下跌带来的风险。大浪淘沙，中小房企加快退出市场，管控优异的一线房企结构性机会和品牌优势更加明显。在此背景下，以大型房企为主要客户的消费类建材行业龙头公司将受益行业集中。

图 89：2016 年以来房地产市场行业集中度提升 (%)



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 90：房地产前 50 强业绩增速高于市场平均



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

2、伟星新材—与新开工面积增速、房企到位资金等有一定相关性

通过相关系数的分析方法，与东方雨虹的分析结果类似，我们发现只有部分下游市场指标变化对公司营业收入产生引领作用，但不论从相关性绝对值大于 0.5 的指标数目来看还是相关系数的绝对值大小来看，地产对伟星新材的影响小于东方雨虹。对于房地产市场，新开工面积增加会引起伟星新材的营业收入增长，但影响时间较东方雨虹滞后 1 个季度，且东方雨虹最大相关系数为 0.82，伟星新材最大相关系数为 0.52；在滞后 3 季度以内的与伟星新材收入增速还有相关性的指标还有房企到位资金同比（滞后三季度 0.59）；国房景气指数（滞后一季度 0.58）；GDP 同比（同季度 0.57）。

表 14：伟星新材营业收入同比增速相关系数表

滞后期数	房屋 新开 工面 积同 比	房屋 竣工 面积 同比	商品 房销 售面 积同 比	期房	现房	房地 地产开 发投 资完 成额 同比	房地 地产到 位资 金同 比	国房 景气 指数	房地 地产营 收同 比增 速	房地 地产净 利润 率同 比增 速	房地 地产净 利率	固投 完成 额同 比	基建 投资 同比	GDP 当季 同比	社融 当季 同比	M2 同比
0 个季度	0.40	0.41	0.22	0.31	0.03	0.53	0.44	0.52	0.10	0.22	0.40	0.37	-0.44	0.57	-0.18	0.39
1 个季度	0.52	-0.03	0.37	0.41	0.15	0.50	0.51	0.58	0.06	0.21	0.16	0.35	-0.12	0.56	0.04	0.46
2 个季度	0.51	0.18	0.38	0.42	0.18	0.41	0.51	0.54	0.01	0.19	0.32	0.32	0.22	0.54	-0.07	0.43
3 个季度	0.52	0.06	0.47	0.47	0.25	0.35	0.59	0.50	0.43	0.34	0.20	0.31	0.31	0.51	0.24	0.52
4 个季度	0.43	-0.08	0.32	0.47	0.16	0.09	0.43	0.34	0.10	0.14	0.25	0.32	0.41	0.44	0.26	0.56
5 个季度	0.40	0.33	0.33	0.37	0.12	0.01	0.33	0.22	0.10	0.25	0.02	0.32	0.44	0.37	0.30	0.59
6 个季度	0.19	0.10	0.26	0.31	0.19	-0.13	0.19	0.08	0.03	0.13	0.21	0.37	0.50	0.28	0.45	0.60
7 个季度	-0.02	0.32	0.19	0.25	0.19	-0.31	0.01	-0.07	-0.25	0.09	0.13	0.34	0.57	0.12	0.35	0.57
8 个季度	-0.04	0.27	0.10	0.06	0.08	-0.23	-0.10	-0.15	-0.23	0.00	0.14	0.34	0.45	0.02	0.35	0.45

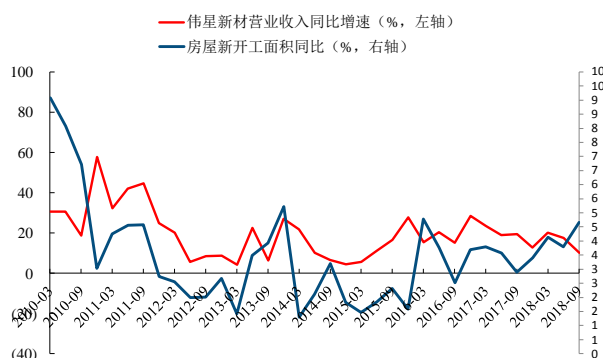
资料来源：中信建投证券研究发展部

表 15：伟星新材经营状况关键引领指标整理

伟星新材经营性指标	关键引领指标（相关性大-小）	引领方向	相关系数绝对值>0.5的季度	最大相关系数
营业收入同比增速	新开工面积同比增速	+	1-3	0.52（第 1 季度）
	基建投资额同比增速	+	6-7	0.57（第 7 季度）
	M2 同比	+	3-7	0.60（第 6 季度）
	房地产到位资金同比增速	+	1-3	0.59（第 3 季度）
	GDP 当季同比	+	1-3	0.56（第 1 季度）
	房地产开发投资完成额同比	+	0-1	0.53（第 0 季度）
净利润同比增速	无			
经营性现金净额同比增速	房地产到位资金同比	-	4	-0.55（第 4 季度）
	房屋新开工面积同比	-	4	-0.54（第 4 季度）
	商品房销售面积同比	-	6	-0.53（第 6 季度）
应收账款周转率	无			

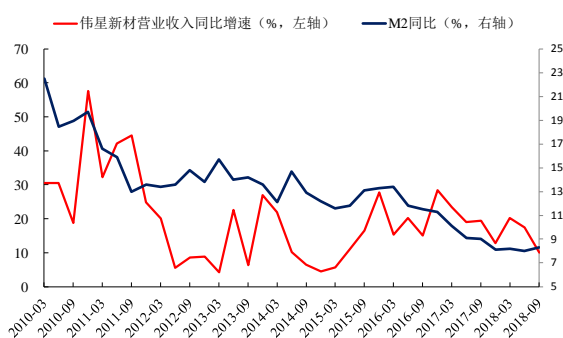
数据来源：中信建投证券研究发展部

图 91: 伟星新材营收与新开工面积滞后 1 季度正相关



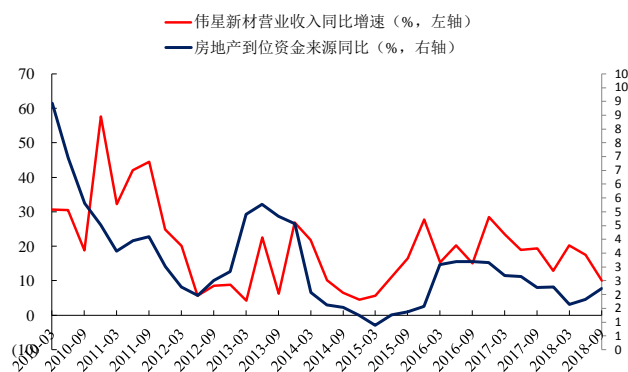
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 92: 伟星新材营收与 M2 增速相关性弱于东方雨虹



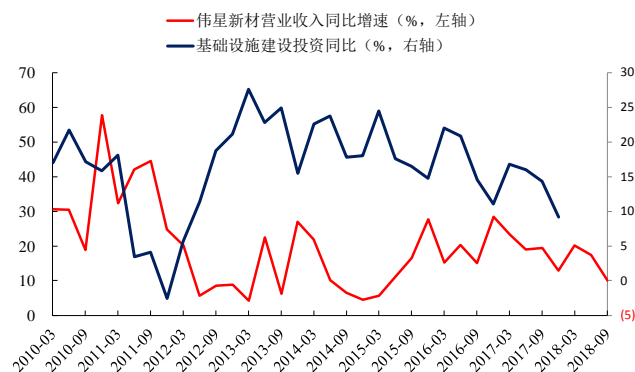
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 93: 伟星新材营收与房地产资金滞后 3 个季度正相关



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

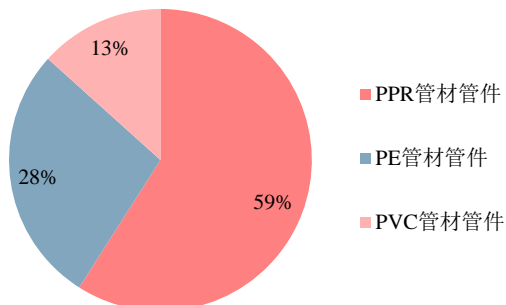
图 94: 伟星新材营业收入与基建投资相关性弱于东方雨虹



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

公司的 PPR 产品收入占比 60%左右,主要用于新房交付后的装修、精装房地产商的装修以及二手房装修等。可以看到,和东方雨虹部分产品在刚开工的时候就涉及使用相比,伟星新材的产品更多的是在地产施工偏后端的环节使用,其收入相关性与地产新开工面积增速等的相关性减弱。而竣工面积等数据并不能很好的反应实际施工进度,因此各公司的各项指标与竣工面积的相关性都较弱。

图 95: 伟星新材不同产品收入占比



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研发部

表 16：伟星新材 PE 与关键性指标相关系数

	房屋新开工面积同比	基础设施建设投资同比	房地产到位资金同比	M2 同比	GDP 当季同比
0 个季度	0.73	-0.11	0.60	0.49	0.70
1 个季度	0.68	0.24	0.57	0.61	0.67
2 个季度	0.57	0.49	0.50	0.67	0.58
3 个季度	0.36	0.65	0.37	0.69	0.37
4 个季度	0.14	0.71	0.18	0.66	0.10
5 个季度	0.07	0.64	0.02	0.50	-0.06
6 个季度	0.03	0.64	0.00	0.46	-0.17
7 个季度	-0.11	0.63	-0.09	0.34	-0.34
8 个季度	-0.20	0.57	-0.18	0.16	-0.50

资料来源：中信建投证券研究发展部

3、北新建材—地产变动相关性较小

通过相关系数的分析方法，我们发现不论从相关性绝对值大于 0.5 的指标数目来看还是相关系数的绝对值大小来看，地产对北新建材的影响较东方雨虹和伟星新材更小。我们推算北新建材 30%左右收入来自住宅地产，70%左右收入来自商业地产、公用建筑、酒店、医院、体育场馆等；从一二次装修占比的情况来看，一次装修占比 50%左右，二次装修占比 50%左右。北新建材的下游应用更为分散，二次装修的占比更大，因此公司的营收增长和新开工面积增速等的相关性更弱。

表 17：北新建材营业收入同比增速相关系数表

滞后期数	房屋新开工面积同比	房屋竣工面积同比	商品房销售面积同比	期房	现房	房地产完成投资额同比	房地产到位资金同比	国房景气指数	房地产营业收入同比增速	房地产净利润率同比	房地产净利率	固定资产投资完成额同比	基建投资同比	GDP 当季同比	社融当季同比	M2 同比
0 个季度	0.37	0.29	0.36	0.40	0.15	0.35	0.40	0.55	0.13	0.48	0.51	0.19	-0.11	0.32	0.10	0.17
1 个季度	0.33	0.15	0.36	0.37	0.26	0.30	0.43	0.54	0.03	0.27	0.54	0.25	0.06	0.12	0.26	0.25
2 个季度	0.33	0.22	0.34	0.33	0.28	0.31	0.47	0.66	-0.10	0.18	0.30	0.30	0.15	0.08	0.28	0.29
3 个季度	0.41	0.05	0.32	0.27	0.21	0.33	0.52	0.64	0.13	0.27	0.19	0.25	0.16	0.17	0.21	0.32
4 个季度	0.41	0.06	0.32	0.36	0.22	0.16	0.48	0.63	0.15	0.25	0.09	0.23	0.24	0.35	0.26	0.39
5 个季度	0.38	0.16	0.38	0.39	0.25	-0.01	0.44	0.50	0.26	0.39	0.01	0.15	0.26	0.34	0.26	0.44
6 个季度	0.32	0.08	0.40	0.41	0.30	-0.15	0.29	0.34	0.27	0.27	-0.01	0.15	0.30	0.30	0.41	0.44
7 个季度	0.06	0.17	0.30	0.31	0.30	-0.35	0.02	0.07	-0.09	0.07	-0.07	0.11	0.38	0.11	0.38	0.46
8 个季度	-0.01	0.21	0.16	0.13	0.15	-0.38	-0.19	-0.11	-0.19	-0.05	-0.14	0.07	0.31	0.03	0.35	0.36

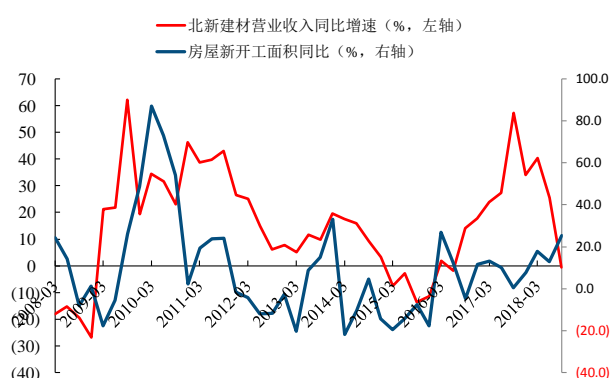
资料来源：中信建投证券研究发展部

表 18：北新建材经营状况关键引领指标整理

北新建材经营性指标	关键引领指标（相关性大-小）	引领方向	相关系数绝对值>0.5 的季度	最大相关系数
营业收入同比增速	房地产行业净利率	+	0-1	0.54（第 2 季度）
	房地产到位资金同比增速	+	3	0.52（第 3 季度）
净利润同比增速	无			
经营性现金净额同比增速	无			
应收账款周转率	房地产行业净利率	-	5	-0.56（第 5 季度）

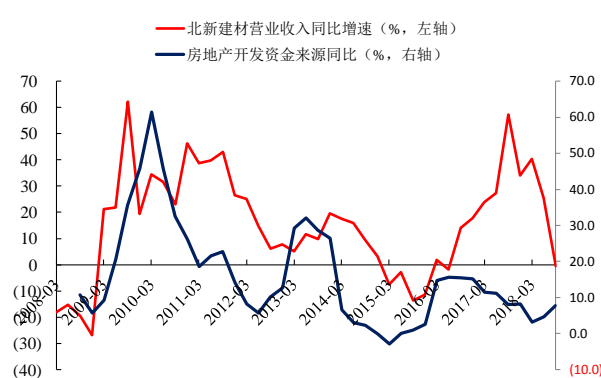
资料来源：中信建投证券研发部

图 96：北新建材营业收入与新开工面积滞后 3 季度正相关



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 97：北新建材营收与房地产资金滞后 3 个季度正相关



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

表 19：北新建材 PE 与关键性指标相关系数

	商品房销售面积 同比	期房	房地产到位 资金同比	M2 同比	GDP 当季同比	社会融资规模当季 同比
0 个季度	0.68	0.71	0.51	0.63	0.58	0.39
1 个季度	0.55	0.56	0.30	0.69	0.33	0.59
2 个季度	0.27	0.24	0.11	0.61	0.13	0.54
3 个季度	0.12	0.09	0.02	0.50	0.05	0.39
4 个季度	0.12	0.11	0.01	0.48	0.00	0.29
5 个季度	0.11	0.08	-0.02	0.39	-0.05	0.19
6 个季度	0.26	0.20	0.03	0.32	-0.12	0.17
7 个季度	0.30	0.21	0.01	0.23	-0.21	0.10
8 个季度	0.30	0.16	-0.05	0.12	-0.29	0.14

资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）民企债信用利差收窄有利于提升公司估值

1、消费类建材公司估值和民企债券信用利差呈负相关

我们梳理了建材类公司 PE 的影响因素，发现公司 PE 和民企债信用利差（中位数）在阶段内呈现负相关关系。如 2016 年 5 月起，民营企业信用利差从阶段极值 296BP 的高位下降到 2016 年 11 月中的低位 153BP，与此

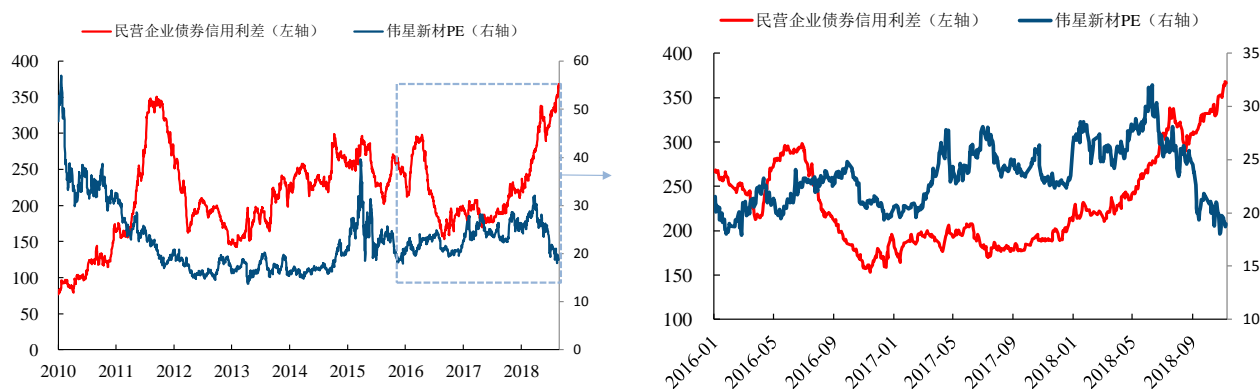
同时，伟星新材、北新建材、东方雨虹市盈率均有明显提升；再如 2017 年 6 月起，民营企业信用利差从阶段极值 207BP 的下降到 2017 年 8 月中的低位 178BP，公司的市盈率随之提升；2018 年中以来民企债券信用利差不断攀升，四家公司的估值随之下降，我们认为也是这种负相关性的体现。

表 20：公司估值与民企债券信用利差相关系数

上市以来 PE 与民企债券信用利差相关系数	
伟星新材	-0.40
北新建材	-0.51
东方雨虹	-0.67

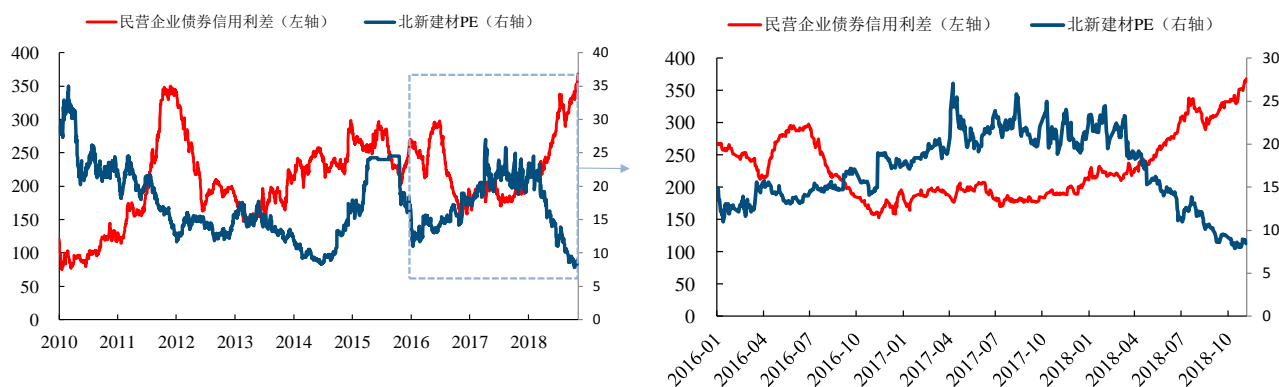
资料来源：中信建投证券研发部

图 98：伟星新材 PE 与民企债信用利差关系



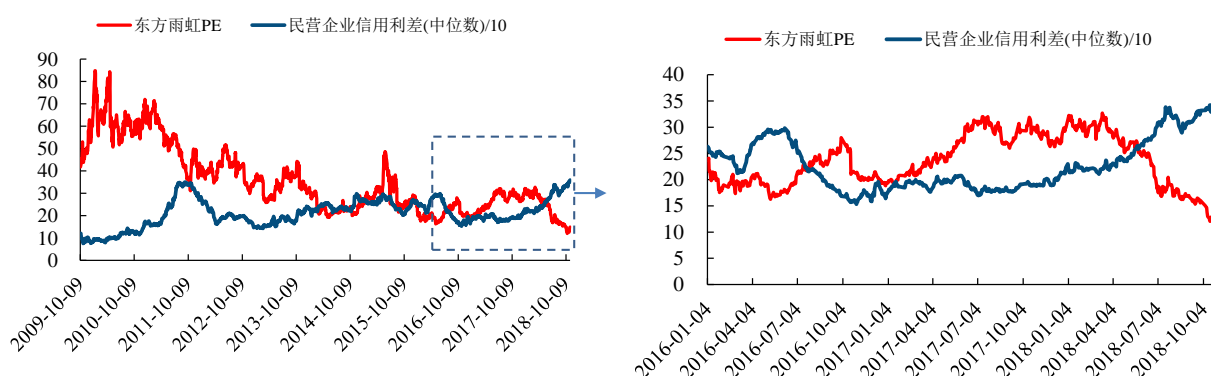
资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 99：北新建材 PE 与民企债信用利差关系



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 100: 东方雨虹 PE 与民企债信用利差关系



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

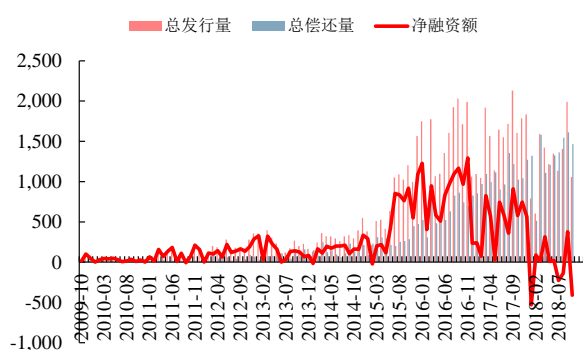
通过对比伟星新材、北新建材、东方雨虹三家公司上市以来的 PE 与民企债券利差的相关程度, 伟星新材、三棵树、北新建材和东方雨虹四家的相关系数分别为-0.4、-0.51 和-0.67。伟星新材的相关性较弱, 东方雨虹的相关性较强。在行业环境不变的背景下, 高营收增速、高毛利率和高应收账款周转率几乎是不可能三角, 四家优秀企业的经营风格和战略不尽相同, 体现在财务上面也各有优势。综合判断, 经营活动产生的现金流净额/净利润、应收账款周转率越高, 资产负债率越低, 企业对外部融资依赖度越低, 其估值受民企融资环境的影响就越小, 如果我们用民企债信用利差来表征民企的融资环境, 那么企业估值与民企债信用利差的相关性就越弱。

具体来看, 伟星新材的资产负债率、经营活动产生的现金流净额/净利润和经营性现金流入/营业收入之比趋势平稳、数值较高, 现金流稳定充沛, 其发展对外部直接和间接融资依赖度低, 与民企债券信用利差的相关程度随之减弱, 其相关性仅为-0.4, 可以忽略融资环境对其估值的影响。北新建材应收账款周转率高, 经营活动产生的现金流量净额/净利润、资产负债率都与伟星新材相仿, 但是其仍然有比例较为稳定的间接融资以推动企业成长, 因此相关系数高于伟星新材。东方雨虹上市以来凭借优异的管理和执行能力, 市场占有率迅速提升, 实现了十年收入复合增长率 35% 的高增长, 其对外部融资的需求更大, 其估值水平对民企债信用利差的变动也就更加敏感。

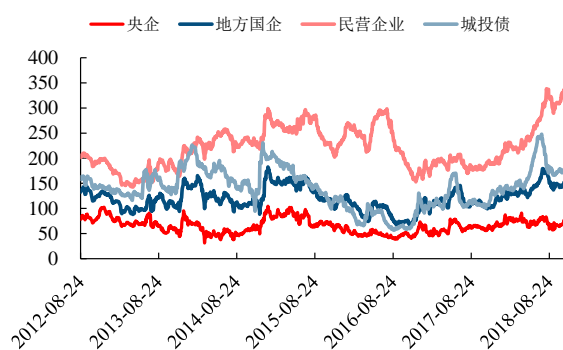
2、民营企业信用利差仍处历史高位, 融资环境有望改善

直接融资方面, 从融资额的角度看, 2018 年 1-10 月份, 民营企业债券总发行量为 12565.1 亿元, 同比下降 18.5%, 总偿还量为 13048.4 亿元, 同比增长 24.3%, 净融资额为 -483.3 亿元, 较 2015 年、2016 年和 2017 年同期的净融资额 4604.6 亿元、8706.4 亿元和 4915.3 亿元出现明显下滑。

从信用利差的整体变化趋势角度看, 对比近年央企、地方国企、城投债和民营企业的信用利差情况, 央企和地方国企信用利差相对稳定, 城投债 2018 年上半年大幅增加后下半年迅速下降回归并与地方国企趋势保持一致, 而 2018 年来, 民营企业信用利差持续飙升, 目前已处在 2012 年以来的历史最高位。

图 101：民营企业债券总发行量和总偿还量统计（亿元）


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 102：各类债券信用利差对比（BP）


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

从不同评级信用债的信用利差数值情况看，评级为 AA 及以上的债券从年初至今信用利差都处在下降趋势，而评级为 AA- 的债券则升高 62BP，达到 363BP，与信用评级较好的债券融资难度进一步拉大差距，并且 AA- 信用债信用利差处在 09 年至今 77% 分位处，居于高位。

从不同企业性质信用债的利差数值情况看，民营企业年初至今信用利差增幅最大，为 62BP，且处在 12 年以来的历史最高位，365BP。此外，民企债与其他种类债券信用利差差额也持续增大，截至 2018 年 11 月 6 日，民营企业与央企信用利差差额为 284BP，为 2012 年以来最大值。

表 21：不同评级信用债信用利差变动

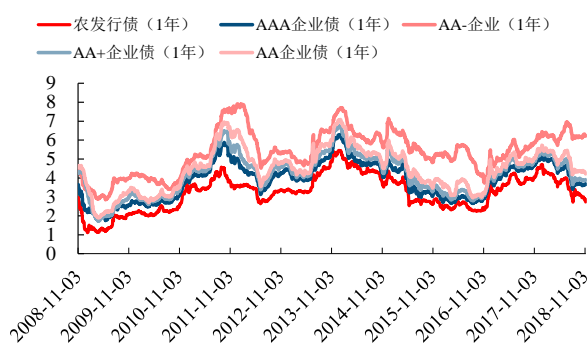
评级	期限	信用利差现值 (%)	信用利差年初至今变动 (BP)	信用利差位置 (09 年至今)		
				最大值	最小值	分位数
AAA	3 年	80	-71	242	38	10%
AA+	3 年	103	-1	305	70	8%
AA	3 年	164	-32	365	79	20%
AA-	3 年	363	62	475	165	77%

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

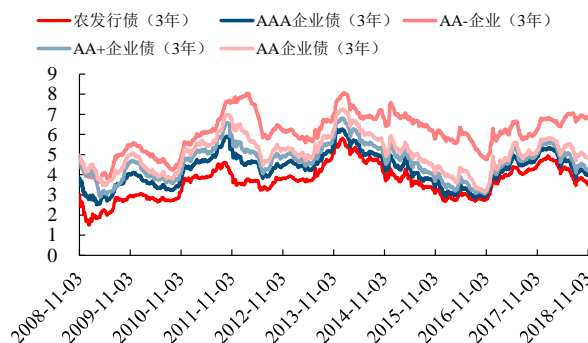
表 22：不同企业类型信用债信用利差变动

类型	信用利差现值 (%)	信用利差年初至今变动 (BP)	信用利差位置 (12 年至今)		
			最大值	最小值	分位数
央企	81	-71	104	31	85%
地方国企	154	-1	182	67	92%
城投债	177	39	248	57	81%
民营企业	365	62	365	143	100%

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 103：1 年期企业债到期收益率情况（%）


资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 104：3 年期企业债到期收益率情况（%）


资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

11月1日，习近平总书记民营企业座谈会上讲话，一再重申了“两个毫不动摇”这一基本方针，强调要为民营企业做好服务，特别是解决中小企业融不到资的问题。11月7日，银保监会主席郭树清在接受记者采访时表示，初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。政府一系列密集表态，有望改善民营、中小企业融资难、融资贵的问题，由于公司估值历史上与融资成本的高度负相关，当融资成本或利差有望下行的时候，公司估值有提升空间。其中，受高融资成本压制的质优企业估值水平将有明显提升。

五、投资评级和建议

对于 2019 的市场展望，从水泥供给端来看，考虑新增和置换产能，2019 年净新增产能在 1700 万吨左右，新增规模在 1%以内；环保限产方面，攻坚战还在继续，全国范围内大规模放松的趋势尚未显现；从当前集中度的角度看，部分发达地区的集中度已经较高，竞争格局合理。需求端方面，7月23日国常会提出基建“补短板”以来，基建在未来半年到一年出现加速是大概率事件，华东华南的发达地区，区域内的“补短板”有望先行启动，华北地区雄安的需求逐步释放。我们在假设明年 GDP 实际增速保持 6.3%的基础上对 2019 年的房地产和基建需求做了情景分析。具体方式是假设 2019 年 GDP 实际增速保持 6.3%，通过利用制造业、地产和其他投资与 GDP 的占比关系，并假设各行业 2019 年的情况从而得到 2019 年基建投资的增速预测，之后再根据地产投资增速和基建投资增速与水泥产量增速的回归分析结果预测水泥产量增速。通过测算，在明年制造业投资增速维持在今年同一水平的情况下，假设房地产投资增速维持/回落 30%/回落 50%后预测的基建投资增速分别为 10.0%/12.1%/13.5%，水泥产量增速分别为 0.36%/-0.60%/-1.25%，水泥需求基本维持。从产能利用率的角度看，华东、中南、西南部分区域全年产能利用率已经达到 80%，而旺季的产能利用率更是达到 90-95%，在新增产能较少，环保不出现大规模放松的前提下，水泥行业仍有望保持在景气区间。公司方面，海螺水泥通过对标海外拉豪集团、PE 以及现金流等多个角度进行估值，市值水平仍有提升空间；华新水泥相较海螺弹性更大；冀东水泥整合效应会继续提升，明年京津冀的需求弹性较大；推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥等。玻璃行业继续关注龙头旗滨集团、信义玻璃等。玻纤行业重点关注中材科技、长海股份等。

消费类建材中，东方雨虹为防水材料的绝对龙头，管理和执行力强，公司以防水为主，同时大力发展无纺布、节能保温、砂浆、涂料、民用等方面的业务，从系统防水的服务商向多功能的建材服务商过度，进一步打开未来增长空间，公司在过去 10 年间实现了营业收入复合年增长率 35%的高速成长，随着公司“稳速提质”战略的落实，看好公司估值进一步修复；伟星新材风格稳健，高毛利率、高周转，以充沛的现金流支持企业稳步

发展，其搭建的扁平化得营销体系进入到收获期，工程和零售并举的战略打开新的增长点；三棵树深耕建筑涂料市场，工程经销保持广泛的覆盖面，家装漆后续品牌、专卖店及服务体系构建等领域持续投入，增长潜力巨大；北新建材作为石膏板行业绝对龙头，规模优势、品牌优势与定价能力突出，随着公司内生外延推进产能版图扩张，高附加值产品占比不断提升，未来市占率有望进一步提升。继续推荐东方雨虹、伟星新材、三棵树和北新建材。

表 23：重点公司估值情况

股票代码	名称	收盘价	当前市值	EPS			PE		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600801.SH	华新水泥	17.96	268.96	1.39	3.21	3.54	12.92	5.60	5.07
600585.SH	海螺水泥	31.04	1644.90	2.99	5.51	5.89	10.38	5.63	5.27
000672.SZ	上峰水泥	8.94	72.74	0.97	1.55	1.8	9.22	5.77	4.97
000401.SZ	冀东水泥	13.50	181.92	0.08	1.32	1.47	168.75	10.23	9.18
002271.SZ	东方雨虹	14.74	220.98	0.76	1.04	1.31	19.37	14.17	11.25
000786.SZ	北新建材	16.10	272.01	1.31	1.64	1.8	12.29	9.82	8.94
002372.SZ	伟星新材	14.88	195.07	0.83	0.76	0.91	17.93	19.58	16.35
603737.SH	三棵树	40.16	53.46	1.76	2.42	3.36	22.82	16.60	11.95

六、风险提示

- 1、环保限产不达预期风险。
- 2、基建、地产超预期下滑风险。

分析师介绍

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

花小伟：中信建投研究发展部大消费组组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
杨曦 010-85130968 yangxi@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
高思雨 gaosiyu@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 xuejiao@csc.com.cn
许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859