

# 建筑材料

## 稳抓基建主线，紧盯边际变化

证券研究报告

2018年12月19日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

**盛昌盛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517120002  
shengchangsheng@tfzq.com

**武浩翔** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518010003  
wuhaoxiang@tfzq.com

**侯星辰** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518090004  
houxingchen@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:继续重视当前基建强预期下的水泥板块》 2018-12-16
- 2 《建筑材料-行业点评:11月水泥需求平稳,基建落地预期持续强化》 2018-12-14
- 3 《建筑材料-行业研究周报:基建需关注,继续重视京津冀》 2018-12-09

### 水泥板块走出独立行情，估值体系待重塑

水泥板块全年具备较好的绝对收益，主要受益于贯穿全年的供给侧改革政策，管材、玻璃、其他消费建材受地产竣工增速下滑拖累，玻纤受贸易战以及新增产能过快影响均表现较差。宏观经济下行预期下，建材行业及各子板块估值受到明显压制，2018年建材板块平均EPS上升幅度十分明显，但SW建材指数在18年以来持续向下。

### 外需、消费整体边际趋弱，基建投资确定性较强

出口存在压力、消费需求改善需时日、地产政策改善预期逐步增强然而难以出现全面放松，在此情形下，基建投资增速回升是大概率事件，但客观而言，基建回暖的诸多动能仍将受到限制，尤其在地方政府去杠杆的大背景下，表外融资的回归表内和项目投资规范性增加的大方向依然会延续，基建投资的大幅改善难以出现，将会呈现出结构性、区域性的特征。

### 水泥：以基建为主线，找出区域最优解

水泥我们建议从需求“超跌”反弹弹性更大角度考虑华北、西北区域，从人口长期流入、资金配套能力角度重点考虑中长期实质需求。标的方面，我们认为2019年重点并非行业趋势性机会，而是个股独立逻辑主导下的阶段性投资机会，继续推荐攻守兼备的龙头企业海螺水泥，受益京津冀交通建设、雄安新区建设的冀东水泥，港股建议关注中国建材、华润水泥。

### 玻璃纤维：关注量的弹性

玻纤价格是企业盈利的关键，也是市场判断行业景气的重要标志，短期来看，行业内出现了产能扩张，短期内玻纤价格可能会受到抑制，长期来看玻纤下游分散，各个行业的渗透率逐步提升，有望保持稳定增长。我们预计2019年玻纤价格将会承压，具有成本、产品结构优势的龙头企业将加快赶超步伐，短期内可以通过量的弹性来弥补价格下跌的不足，长期看好中国巨石，估值较低且有边际改善的中材科技以及业绩环比改善的长海股份。

### 成长建材存在结构性机会

我们认为成长建材板块受到房地产需求边际趋弱的影响，整体经营情况将会阶段性承压，然而部分行业存在较为明显的内生性增长，值得重点关注。推荐防水行业龙头东方雨虹，同时建议关注管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、涂料龙头三棵树、瓷砖龙头帝欧家居等。

**风险提示：**房地产需求出现大幅下降，地产企业回款不及预期，玻纤新增供给显著冲击价格，水泥需求大幅下滑，水泥价格大幅下跌。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600585.SH	海螺水泥	30.50	买入	2.99	5.68	5.95	6.26	10.20	5.37	5.13	4.87
000401.SZ	冀东水泥	12.84	增持	0.08	1.43	1.56	1.79	160.50	8.98	8.23	7.17
600176.SH	中国巨石	10.35	增持	0.61	0.74	0.87	1.00	16.97	13.99	11.90	10.35
002080.SZ	中材科技	8.64	买入	0.59	0.63	0.94	1.05	14.64	13.71	9.19	8.23
002271.SZ	东方雨虹	14.64	增持	0.83	1.07	1.48	2.09	17.64	13.68	9.89	7.00
000786.SZ	北新建材	15.29	买入	1.39	1.63	1.84	2.08	11.00	9.38	8.31	7.35
002372.SZ	伟星新材	14.78	持有	0.63	0.74	0.89	1.06	23.46	19.97	16.61	13.94
603737.SH	三棵树	38.44	买入	1.32	1.89	2.61	3.60	29.12	20.34	14.73	10.68

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

注: 长海股份为建材、化工联合覆盖标的



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

<b>1. 复盘 2018，水泥板块具备绝对收益</b> .....	<b>7</b>
1.1. 水泥股走出独立行情，部分个股表现较好.....	7
1.2. EPS 向上，指数向下，估值体系待重塑.....	8
<b>2. 未来可能会发生什么</b> .....	<b>9</b>
2.1. 中美贸易摩擦或将加大出口压力.....	9
2.2. 消费需求的改善需要时日.....	10
2.3. 出口存在压力下基建预期增强.....	11
2.4. 地产政策改善预期逐步增强.....	15
2.5. 若增值税并档，建材企业利润有望增厚.....	16
2.6. 稳杠杆后“宽货币、紧信用”政策有望改善.....	17
<b>3. 水泥：以基建为主线，找出区域最优解</b> .....	<b>19</b>
3.1. 需求：区域分化，风起基建.....	19
3.1.1. 基建托底预期深化，华北、西北需求走强.....	19
3.1.2. 长三角：发展可看中长期，价格整体在较高水平.....	21
3.1.3. 华南：人口+财政，两广配合大有可为.....	22
3.2. 供给：从强力主导向自发控制演进.....	23
3.2.1. 扩至南方，限产助力供给格局.....	23
3.2.2. 北方环保放松实质是前期纠偏.....	23
3.2.3. 关注置换新增与 PC32.5R 淘汰进程.....	24
3.3. 供需格局：寻找动态新平衡.....	24
3.4. 投资建议：关注阶段性机会，找出区域最优解.....	26
<b>4. 玻璃：中长期角度需关注玻璃龙头</b> .....	<b>27</b>
4.1. 2018 年供需两弱，玻璃价格走低.....	27
4.2. 需求偏弱，静待竣工数据回暖.....	28
4.3. 供给有望下降，冷修产线增加.....	29
4.4. 纯碱价格上涨，玻璃龙头企业有效应对.....	30
4.5. 投资建议.....	30
<b>5. 玻璃纤维：关注量的弹性</b> .....	<b>32</b>
5.1. 18 年景气持续，价格平稳.....	32
5.2. 行业产能逐步抬升.....	32
5.3. 需求结构优化，长期增长可期.....	33
5.3.1. 风电需求好转.....	34
5.3.2. 汽车轻量化带动需求.....	36
5.3.3. PCB 稳步增长，电子纱用量提升.....	37
5.4. 投资建议.....	39
5.4.1. 中国巨石.....	39
5.4.2. 中材科技.....	39
5.4.3. 长海股份.....	40
<b>6. 成长建材存在结构性机会</b> .....	<b>41</b>

6.1. 需求整体存在边际下行压力 .....	41
6.2. 部分行业具有较强内生增长动能 .....	43
6.3. 防水行业：推荐东方雨虹，关注科顺股份 .....	44
6.4. 管材：关注伟星新材 .....	46
(1) 市占率有待进一步提升 .....	46
(2) 零售基因注定成长 .....	46
(3) 品牌力护城，我们提出 6 个关注点： .....	46
6.5. 石膏板：关注北新建材 .....	46
6.6. 建筑涂料：关注三棵树 .....	47
6.7. 瓷砖行业：关注帝欧家居 .....	49

## 图表目录

图 1： 2018 年建材行业与大盘比较（%） .....	7
图 2： 建筑材料在 28 个申万一级行业板块中，相对收益靠前（%） .....	7
图 3： 2018H1 建材行业子板块区间涨跌幅（%） .....	7
图 4： 水泥子板块与其他行业二级板块相比（%） .....	7
图 5 建材个股绝对收益情况（%） .....	8
图 6： 建材个股超额收益情况（%） .....	8
图 7： 建材行业平均 EPS（元） .....	8
图 8： 子板块平均 EPS（元） .....	8
图 9： 2016 年初至今上证、深证、申万建材指数走势 .....	9
图 10： 美国、中国、日本出口金额占全球出口总额的比重变化 .....	10
图 11： 中国出口金额整体维持较快增长（%） .....	10
图 12： 中国对美国和对其他国家的贸易差额 .....	10
图 13： 全国消费品零售额及其增速（%） .....	11
图 14： 百家大型企业零售额月度增速（%） .....	11
图 15： GDP 同比、基建投资增速同比以及基建周期 .....	11
图 16： 社零同比和社融同比（%） .....	12
图 17： M2 同比及 M1 同比（%） .....	12
图 18： 基建投资累计同比（%） .....	12
图 19： 固定资产投资累计同比（%） .....	12
图 20： 全国政府性基金收入累计同比（%） .....	13
图 21： 地方财政收入及同比（%） .....	13
图 22： 地方政府土地出让收入及累计同比（%） .....	13
图 23： 园林公司经营性现金流吃紧（单位：亿元） .....	14
图 24： 2018Q3 八大建筑央企资产负债率 .....	14
图 25： 全国高标水泥价格（元/吨） .....	14
图 26： 螺纹钢价格指数 .....	14
图 27： 中央和地方固定资产投资累计值及中央占比（单位：亿元） .....	14
图 28： 国家铁路投资完成情况（单位：亿元） .....	14

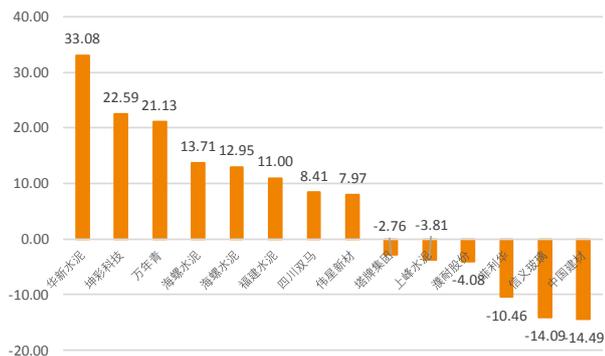
图 29: 2005-2017 铁路营业里程及增速与规划的比较 (单位: 万公里)	15
图 30: 高速铁路投产新线投资额及占比 (单位: 亿元)	15
图 31: 万科 A 近五年及 2018 前 Q3 收入和净利润增速	16
图 32: 保利地产近五年及 2018 前 Q3 收入和净利润增速	16
图 33: 商品房销售面积增速: 累计同比和单月同比	16
图 34: 商品房销售额: 累计同比和单月同比	16
图 35: 2018 年 4 次降准政策梳理	17
图 36: 社会融资规模当月值为 16 年以来最低点 (亿元)	17
图 37: 10 月新增人民币贷款低于预期 (亿元), M2 增速下滑 (%)	17
图 38: 10 月基建固定资产投资 (不含电力) 累计同比增速为 3.7% (%)	19
图 39: 基建细分行业固定资产投资累计增速 (单位: %)	19
图 40: 国家铁路固定资产投资处于回升态势 (单位: 亿元, %)	19
图 41: 河北水泥价格当天值 (元/吨)	20
图 42: 华北水泥库容比 (%)	20
图 43: 长三角地区水泥价格当天值 (元/吨)	22
图 44: 华东水泥库容比 (%)	22
图 45: 广东固定资产投资累计值及同比增速	22
图 46: 广东基础设施投资及同比增速	22
图 47: 2017 年广东水泥企业市场占有率	25
图 48: 鄂东地区水泥销售易受异地水泥影响	25
图 49: 华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%	25
图 50: 平板玻璃产量及其同比变化	27
图 51: 白玻均价	27
图 52: 浮法玻璃在产产能	27
图 53: 玻璃库存	27
图 54: 平板玻璃产量、房地产开发投资完成额、房屋竣工面积累计同比	28
图 55: 我国汽车当月产量及同比	28
图 56: 我国汽车累计产量及同比	28
图 57: 全国纯碱价格走势 (元/吨)	30
图 58: 全国玻纤均价	32
图 59: 全球玻纤需求结构	33
图 60: 玻纤需求结构	33
图 61: 中国玻纤产量 (万吨) 及增速	34
图 62: 每年新增风电装机量 (千万瓦时)	34
图 63: 累计风电装机量 (千万瓦时)	34
图 64: 风电弃风率	35
图 65: 风力发电设备平均利用小时数及同比	35
图 66: 全球新风装机容量及同比	35
图 67: 欧洲海上风电机组数 (个)	35
图 68: 玻璃钢产量及其增速	36
图 69: 热塑占比不断提升	36

图 70: 我国汽车销量及同比.....	37
图 71: 我国新能源汽车产量及同比.....	37
图 72: 玻纤纱产业链.....	37
图 73: 全球 PCB 产值及同比.....	38
图 74: 我国 PCB 产值及同比.....	38
图 75: PCB 下游子行业增速预计 .....	38
图 76: 地产施工周期所需建材及其相关标的 .....	41
图 77: 房屋新开工、施工竣工面积累计增速 (%) .....	41
图 78: 商品房销售面积增速: 累计同比和单月同比 (%) .....	42
图 79: 房屋施工面积和竣工面积同比 (%) .....	42
图 80: 土地购置费累计同比与房屋新开工面积累计同比 (%) .....	42
图 81: 部分消费建材上市公司营收增速与房屋竣工面积增速之间相关性极高 (%) .....	43
图 82: 部分家居行业公司营收也呈现出较高的相关性 (%) .....	43
图 83: 雨虹、科顺、凯伦近六个季度单季度营收同比 (%) .....	43
图 84: 防水行业规模以上企业数量 (个) .....	43
图 85: 三棵树近六个季度单季度营收同比.....	43
图 86: 亚士创能近五个季度单季度营收同比.....	43
图 87: 水利、环境和公共设施业固投完成额及占比.....	44
图 88: 中国联塑近六个半年度营收及同比.....	44
图 89: 东方雨虹单季度毛利率与沥青价格.....	44
图 90: 科顺股份单季度毛利率与沥青价格.....	44
图 91: 华东地区改性沥青价格变动情况 (元/吨) .....	45
图 94: 伟星新材提供全国试压服务.....	46
图 95: 伟星新材星管家服务树立品牌形象.....	46
图 96: 公司石膏板产能不断增长 .....	47
图 97: 北新建材收购、增资图示 .....	47
图 98: 建筑涂料产量及增速.....	48
图 99: 规模以上建筑陶瓷企业营收 (亿元) 及同比.....	49
图 100: 行业建筑陶瓷企业数量 (家) .....	49
图 101: 前 100%房企市销售额占率不断提升 .....	50
图 102: 主要地产商全装修比重 (%) .....	50
图 103: 2013 以来公司营收及同比.....	50
图 104: 2013 以来公司归母净利及同比.....	50
表 1: 对于部分个股也存在着一些阶段性机会 .....	8
表 2: 京津冀协同发展交通一体化项目进展投资情况 .....	20
表 3: 雄安新区成立五年固定资产投资对标.....	21
表 4: 北方最近两年错峰生产执行时间对比.....	23
表 5: 2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况.....	29
表 6: 2018 年下半年玻璃行业供给政策 .....	29
表 7: 2018 年前三季度玻纤行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、	

净利率对比 .....	32
表 8： 2018 年 1-9 月玻纤产能（万吨）投产情况 .....	32
表 9： 2018Q4 及 2019 年玻纤产能变动情况.....	33
表 10： 轻质化材料减重效果与价格比较 .....	36
表 11： 2015 年以来涂料相关政策及法律法规.....	48

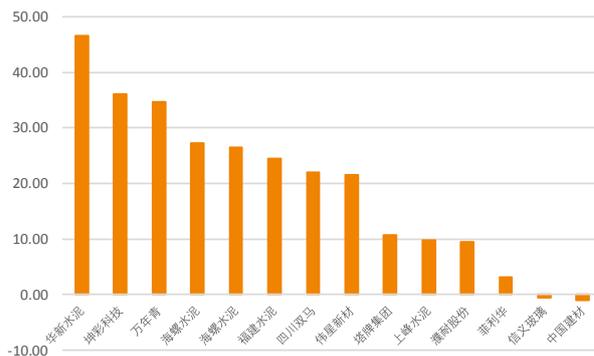


图 5 建材个股绝对收益情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 建材个股超额收益情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (对标 Wind 全 A)

表 1: 对于部分个股也存在着一些阶段性机会

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 %	上半年区间涨跌幅 %	下半年至今区间涨跌幅 %
002372.SZ	伟星新材	7.97	30.82	-17.47
0914.HK	海螺水泥	12.95	26.28	-10.56
002088.SZ	鲁阳节能	-19.67	21.01	-33.62
600585.SH	海螺水泥	13.71	18.12	-3.73
3323.HK	中国建材	-14.49	12.61	-24.07
600801.SH	华新水泥	33.08	8.42	22.75
000789.SZ	万年青	21.13	6.86	13.35
2128.HK	中国联塑	-16.05	1.59	-17.36
002233.SZ	塔牌集团	-2.76	-1.37	-1.41
603737.SH	三棵树	-23.74	-2.13	-22.08
600802.SH	福建水泥	11.00	-2.89	14.31
0868.HK	信义玻璃	-14.09	-3.31	-11.15
002225.SZ	濮耐股份	-4.08	-4.27	0.20
000672.SZ	上峰水泥	-3.81	-6.30	2.66
000935.SZ	四川双马	8.41	-6.46	15.89

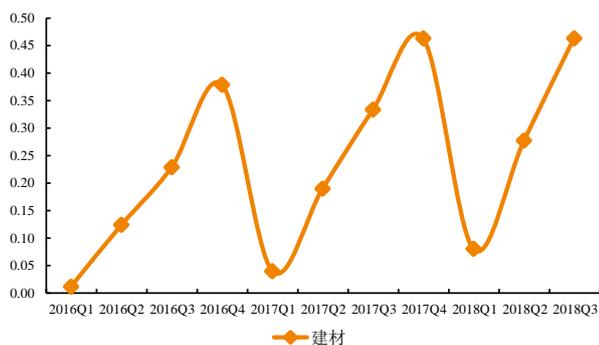
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 1.2. EPS 向上, 指数向下, 估值体系待重塑

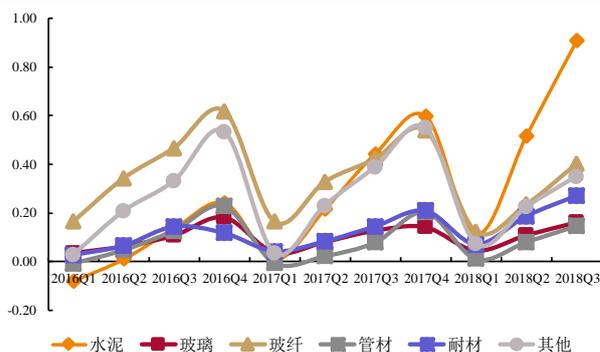
宏观经济下行预期下, 建材行业及各个子板块估值受到明显压制。从基本面来看, 2018 年建材板块平均 EPS 上升幅度十分明显, 其中水泥、耐材子板块 EPS 均明显提升, 增长达到 2 倍, 2018Q3 水泥子板块 EPS 为 0.91 元, 17、16 年同期分别为 0.44 元、0.14 元, 2018Q3 耐材子板块 EPS 为 0.27 元, 17 年同期为 0.14 元, 业绩提升明显。但 SW 建材指数在 18 年之后持续向下, 年初以来跌去 17.61%, 主要受大盘调整影响 (同期上证综指 -11.92%), 估值已经下跌到历史低位。

图 7: 建材行业平均 EPS (元)

图 8: 子板块平均 EPS (元)

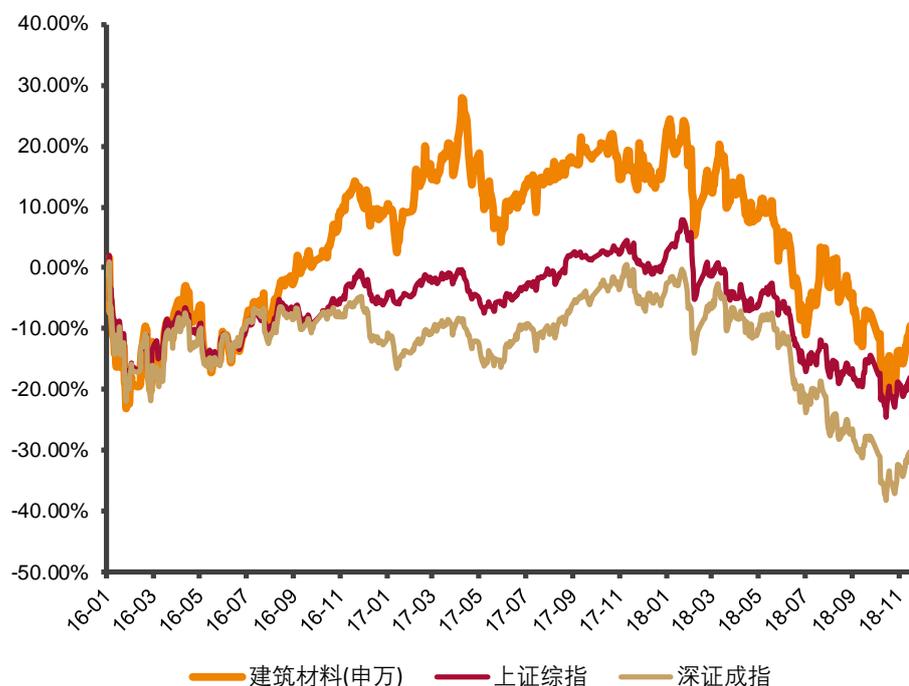


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2016 年初至今上证、深证、申万建材指数走势



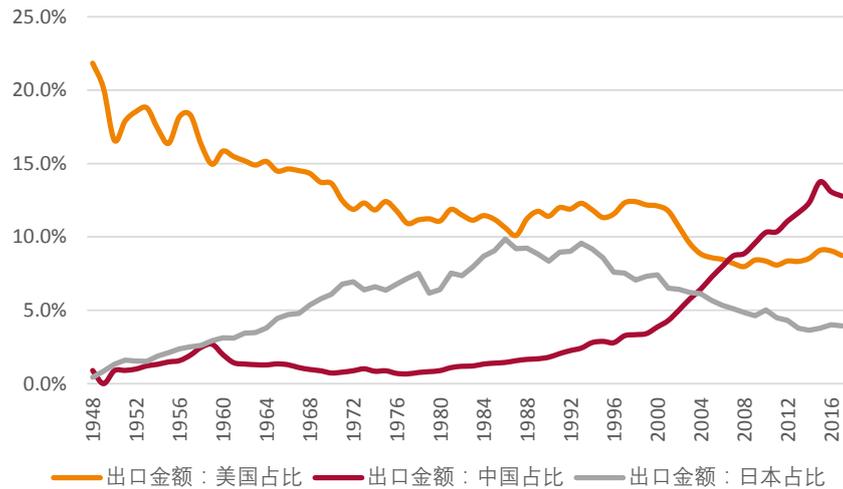
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 未来可能会发生什么

### 2.1. 中美贸易摩擦或将加大出口压力

中美两国在 2018 年春季的经贸摩擦迅速升级, 超出市场预期, 并且成为影响投资者情绪和资本市场表现的重要变量。对于中国而言, 美国对华贸易政策的强硬对于我国的外部发展环境带来了很大的不确定性, 从经贸关系来看, 中国作为美国的顺差国, 如果美国提高对中国产品的进口关税, 会中国对美国的出口产生影响, 同时, 伴随中国部分反制措施的推行, 中国对美国的进口也将出现减少。

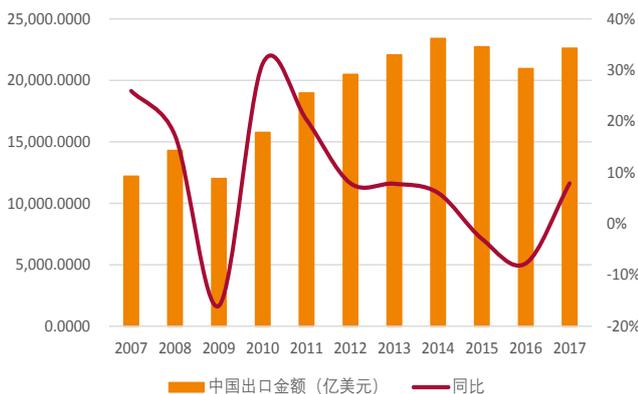
图 10：美国、中国、日本出口金额占全球出口总额的比重变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

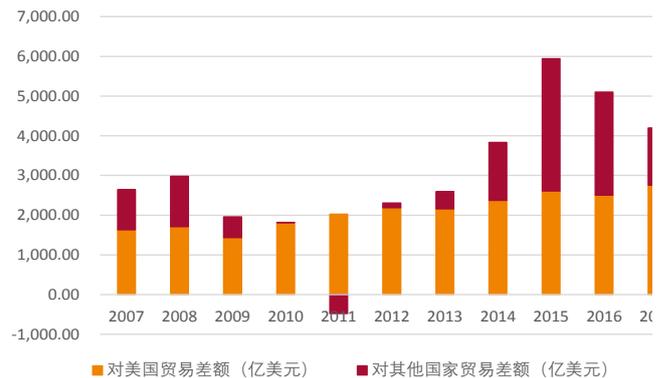
中国的出口金额整体维持较快增长，在对外经贸关系中维持着稳定的贸易顺差，其中对美国的贸易顺差占据主导地位。可以想见，中美贸易摩擦的升级将会直接减少对美国的顺差规模，降低对美进出口规模，对中国的外部需求或将产生压力。

图 11：中国出口金额整体维持较快增长 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：中国对美国和对其他国家的贸易差额



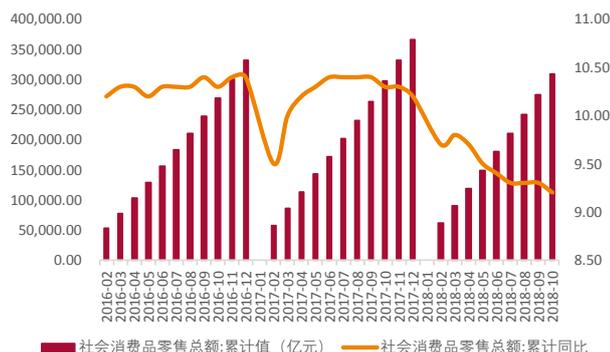
资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年或将面临外需压力，内需拉动的经济增长对于 2019 年的宏观经济的企稳将会更加重要。

## 2.2. 消费需求的改善需要时日

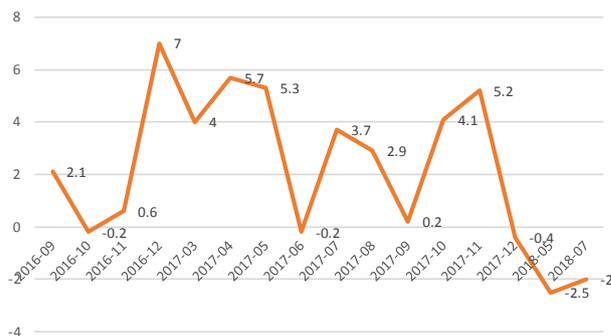
**消费环境偏弱，内需增速持续下滑，改善仍需时日。**2018 年以来，全国社会消费品零售总额增速处于持续下滑中，全国社会消费品零售额增速持续下滑，前 10 月增速 9.2%，环比下跌 0.1PCT，同比减少 1.1PCT。主要由于我国消费环境相对偏弱，年初以来消费驱动力有所弱化，一方面来自于贯穿全年的去杠杆、棚改货币化等的宏观政策的调控，另一方面来自于事件性影响如 P2P 大面积爆雷等。

图 13：全国消费品零售额及其增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：百家大型企业零售额月度增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 出口存在压力下基建预期增强

基建投资在中国的现代化、城市化进程中扮演者不可忽视的角色，基础设施的改善对经济社会发展具有积极意义。2008 年的全球金融危机之后，面对内外部严重不利形势挑战，基建投资的刺激作为稳定经济增长的重要手段加以推出，对经济压力起到了有力的对冲作用，此后基建投资历经波澜起伏，成为国内经济稳增长的重要推动力。

图 15：GDP 同比、基建投资增速同比以及基建周期

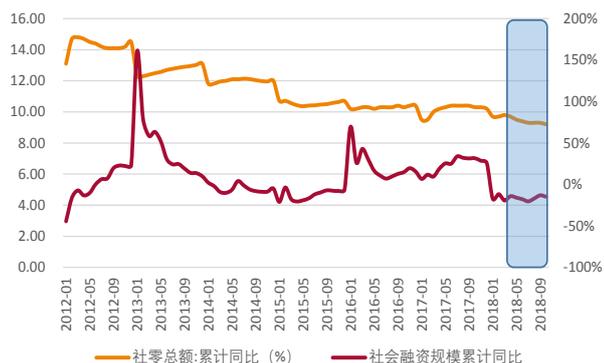


资料来源：Wind，天风证券研究所

从 2008 年之后的基建投资增速数据来看，中国的基建投资经历了 3 轮较为完整的周期，如上图绿色方框所示，三轮周期的大致时段分别为 2008Q2-2012Q1、2012Q2-2015Q4、2016Q1-2018Q3。从每一轮基建周期启动的触发因素来看，每一轮的表现背景各有特点，但是从经济增速的数据来看，“稳增长”的特性十分明显，根据上图中蓝色方框的数据，基建投资的启动时点均在国内经济增长下行压力较大的时期。

站在当前时点来看，国内经济运行整体趋弱，内需外需都面临着较为明显的下行压力，社会消费品零售总额累计增速继续下行，社会融资规模累计同比持续处于低位，货币传导机制尚未理顺，基建投资增速也在 2017 年年初达到阶段性高位之后一路向下，在此背景下，基建投资稳增长的必要性有所增强。

图 16: 社零同比和社融同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

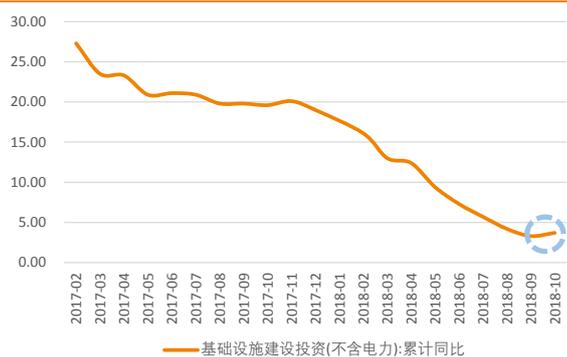
图 17: M2 同比及 M1 同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

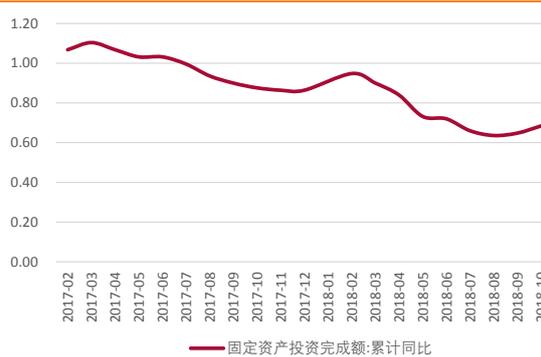
中央政治局 2018 年 7 月 31 日召开会议, 提出“加大基建补短板”、“实施好乡村振兴战略”和“‘一带一路’向纵深发展”等战略。从国常会到中央政治局会议再次明确更积极的财政政策, 基建预期开始改善, 10 月 31 日国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 有望加速基建落地的进度。从经济数据来看, 2018 年 10 月份固定资产投资增速和基建投资增速均出现回升, 9 月的基建投资增速或将是本轮基建周期的增速底部。

图 18: 基建投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 固定资产投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

虽然我们认为 2019 年基建投资力度较 2018 年将会有所提升, 但是客观而言, 基建回暖的诸多动能仍将受到限制, 尤其在地方政府去杠杆的大背景下, 表外融资的回归表内和项目投资的规范性增加的大方向依然不会改变, 基建投资的大幅改善难以出现。

资金角度而言, 预算内资金、国内贷款等表内资金在基建资金中的重要性将进一步提升。然而目前公共财政收入整体承压, 全国政府性基金收入累计同比增速近期有所下滑, 地方财政收入整体增速也在放缓, 地方财政收入中的土地出让收入未来仍有继续下行的压力。城投平台、非标资金处于持续萎缩的状态。PPP 项目的资本金主要依靠企业自有资金和政府出资, 撬动银行贷款规模较大, 民营企业资金紧张, 扩规模能力和意愿均有限。

图 20：全国政府性基金收入累计同比（%）



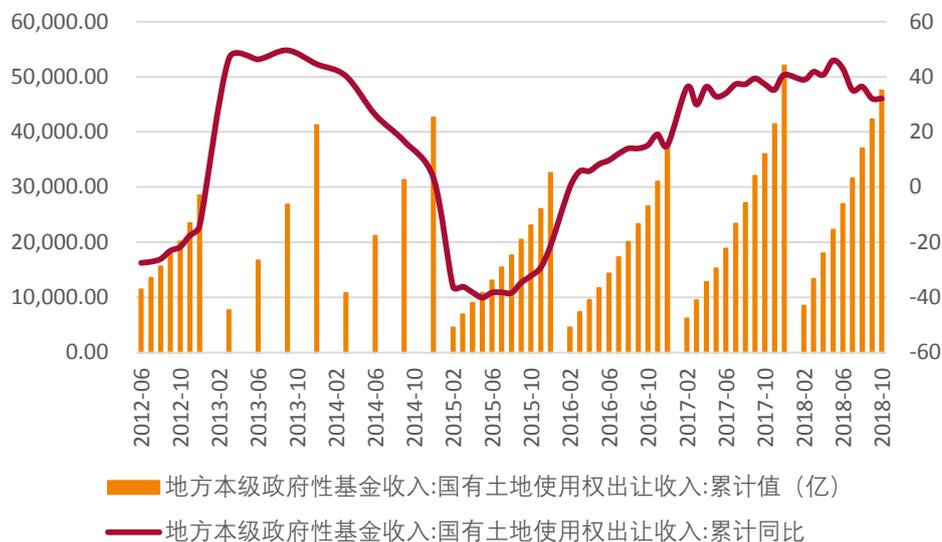
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：地方财政收入及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：地方政府土地出让收入及累计同比（%）

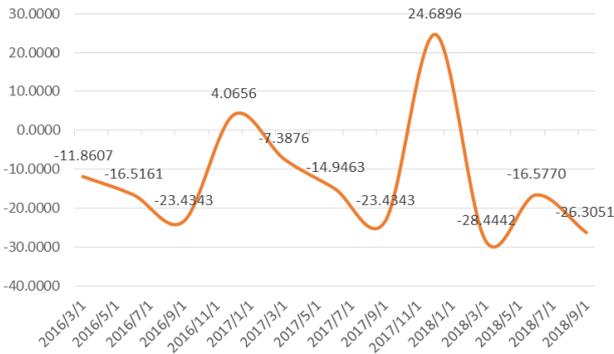


资料来源：wind，天风证券研究所

从资金来源看，未来专项债、一般债务发行的规模有望增加，将会对基建的部分资金来源提供增量。总体来看，经济下行对财政收入的压力客观存在，非标去化、资金归表的趋势短期不会改变，政府资金的直接参与和相关的配套融资将成为 2018 年基建资金来源的重要着力点。

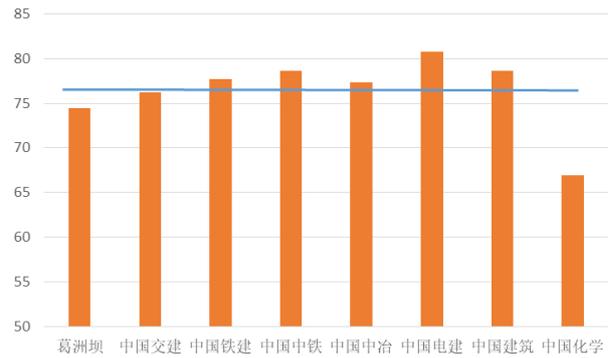
从基建项目落地施工的基建建设主体来看，可以简单划分为民营企业和国企央企。民企中以园林企业为例，整体现金流吃紧，基建产能释放受限；作为潜在基建产能供应主题的建筑央企也有负债压力，如下图所示，截止 2018 年 Q3，八大建筑央企的平均资产负债率为 76.35%，整体处于高位，考虑到国资委对央企的资产负债率等指标进行考核，整体基建主体的产能投放受到限制。

图 23：园林公司经营性现金流吃紧（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：2018Q3 八大建筑央企资产负债率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从基建成本的角度而言，目前建筑原材料价格处于高位，水泥价格和行业盈利依然在景气上行区间，螺纹钢的价格和相关钢铁企业的盈利也整体较好，较高的原材料成本也会推高建筑企业进行基建项目的成本压力。

图 25：全国高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 26：螺纹钢价格指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

整体而言，基建的扩张虽有预期但是实际的落地和执行仍然面临着多方面的约束，我们认为 2019 年基建的投资情况将会呈现结构性、区域性特征，结构性特征主要体现为政府主导的基建项目，比如铁路、农村、市政工程领域的基建投资，区域性的特征主要是体现在地方政府财力较强或中央财政支持力度较大的区域，如珠三角、京津冀、长三角地区。

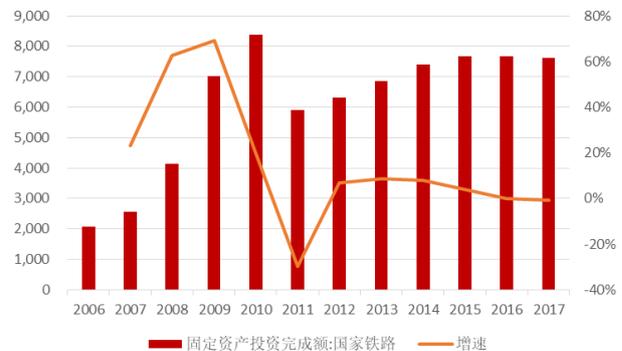
以铁路投资为例，在去杠杆、降风险的大环境下，中央直接投资主导的铁路投资更有可能首先获益，得到更多的政策和资金支持。截至 2017 年，国家铁路投资完成额 7606 亿元，增速较低，未来可能成为基建投资的重要发力点。

图 27：中央和地方固定资产投资累计值及中央占比（单位：亿元）



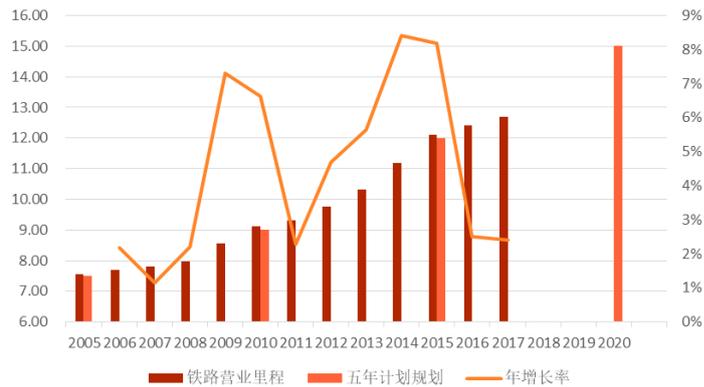
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：国家铁路投资完成情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：2005-2017 铁路营业里程及增速与规划的比较（单位：万公里）

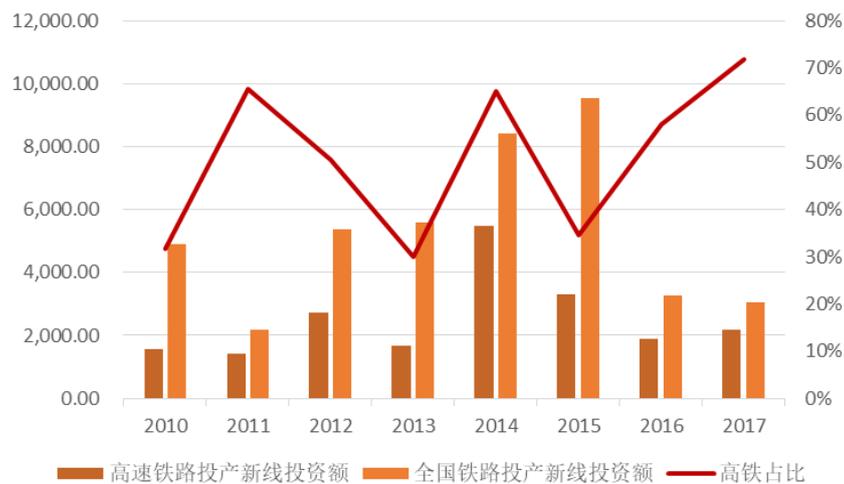


资料来源：wind，天风证券研究所

从历史经验上看，铁路建设五年规划执行力度较强，常常圆满甚至超出完成。截至 2017 年底，我国铁路营业里程刚刚达到 12.7 万公里，据 2020 年规划目标还差 2.3 万公里，加速投资势在必行。从小周期来讲，五年规划后期铁路新投入运营力度普遍加大，营运里程增长率从 2%-4% 飙升至 6%-8%。2016、2017 年铁路营业里程年增长率仅为 2.5% 左右，我们可以合理推测 18-19 年将加大建设力度，争取完成十三五规划。目前，2018 年投资额已经由年初的 7320 亿加码至 8000 亿，我们预计这个趋势将保持不变，明年仍将有较大增长。

目前，我国铁路规划建设仍有进一步的潜力。一方面，高速铁路新增投资额占铁路总投资 2017 年已升至 72%。铁路十三五规划要求高速铁路 3 万公里，《中长期铁路规划》中要求在全面贯通“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上，推进“八纵八横”主通道建设，构建便捷、高效的高速铁路网络。截至 2017 年，“四纵四横”高铁网已经基本建成运营，“八纵八横”仍有较大建设空间。考虑到区位优势及经济效益处于铁路网的优先级，部分高铁可能适度提前建设，特别是兰（西）广通道、沿海通道和京港通道，以及以西安为核心的“米”字形高铁网等区段。它们处于重要枢纽节点，对于沟通重要城市群、缩小区域经济差异意义重大。

图 30：高速铁路投产新线投资额及占比（单位：亿元）

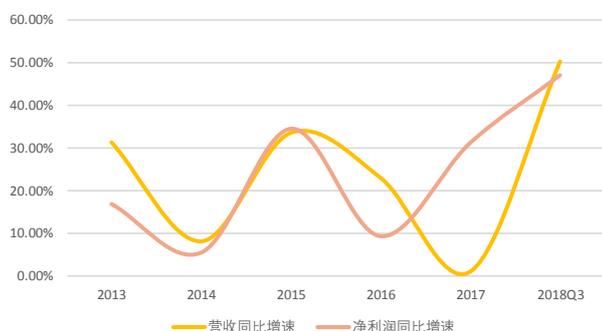


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.4. 地产政策改善预期逐步增强

随着 2016-2017 年房地产企业高峰期的销售陆续进入结算期，地产公司进入业绩兑现的时期，营收和净利润实现较快增长。观察 A 股龙头房企的经营业绩以万科 A 和保利地产为例，2018 年前三季度收入和利润业绩亮眼。预计 2019 年房地产企业整体业绩情况不会出现显著下降，或仍将维持较好水平。

图 31：万科 A 近五年及 2018 前 Q3 收入和净利润增速



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 32：保利地产近五年及 2018 前 Q3 收入和净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

从月度的商品房销售数据来看，销售面积增速总体处于下行通道，增速仍为正数，2018 年 10 月商品房销售金额累计同比仍有 12.5% 的增速。整体而言，商品房销售端的数据环比来看有所降低，但是从绝对值来看当前的销售距离“惨淡”仍需一些时日。

图 33：商品房销售面积增速：累计同比和单月同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：商品房销售额：累计同比和单月同比



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为国家统计局数据和城市高频数据均显示新房销售有趋冷的迹象，伴随宏观经济和房地产行业数据的下滑，政策宽松预期不断强化，但我们认为短期内房地产调控政策大面积放松的可能性较小，可能在部分领域的执行尺度上会有所变化。

如果站在当前时点观察房地产行业对应的建材需求，2019 年的房地产行业的建材需求整体偏负面。一方面，从月度数据观察，地产需求趋弱的态势难以有根本改变；另一方面，即使出现房地产部分领域执行尺度的边际放松，从政策放松传导到地产实体运营改善再传导到地产相关的建材需求存在一定时间滞后。

## 2.5. 若增值税并档，建材企业利润有望增厚

**增值税并档加速落地，建材行业受益明显。**3 月总理在全国人大会议上提出“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率”，在内外需求增速放缓趋势下，加快并档降税落地节奏，提升企业盈利，改善投资环境将成为重要的财政政策。目前我国增值税税率分为 16%/10%/6% 三档，其中 16% 档包括采掘、制造业等行业，10% 档主要包括交通运输、公用事业、农林牧渔、房地产、建筑装饰和通信业，金融服务业则多数在 6% 档，其中建材行业上市公司基本均属于 16% 税率。

从动态分析的角度而言，由于上下游供需弹性不同，企业受益减税的幅度也不同。增值税下降时，由于各建材子板块、各家公司的行业地位、对上下游的议价能力不同，减税传导渗透情况不同。相对上下游议价能力越强的企业，减税后上游部门的抬价空间越少，对下游部门的降价空间也越小，减税带来的增益更加明显。

①水泥、玻纤行业集中度高，水泥行业对上游矿山、玻纤行业上游叶腊石、石灰石矿均有一定议价能力，下游议价能力较弱，所以减税后增厚比重有所提升，而玻璃、管材、耐材、其他建材等对上下游的溢价能力均较弱，增值税率下降后出让一部分利润，享受减税后利润增厚幅度或有所下降。

②各个子板块成本结构不尽相同，对水泥、玻纤等原材料成本占比较高的，进项税较多，降税后进项税减少幅度较多，因此利润增厚情况相对较弱。但玻璃、管材、耐材、其他建材业均受上下游强势影响，减税利润增厚空间受到侵占，所以综合来看建材行业利润增厚幅度会有所降低。

③综合来看，我们认为增值税分别下调 1%/2%/3%之后，水泥、玻纤行业的净利润增厚幅度不高于、但靠近 3%/6%/9%（让利上游，占利下游）；玻璃、管材、耐材、其他建材利润增厚幅度会低于 4%/8%/15%（让利上下游）。

## 2.6. 稳杠杆后“宽货币、紧信用”政策有望改善

宽货币紧信用，去杠杆仍在持续。1) 银行体系货币较为宽松，今年以来，央行分别在 1 月、4 月和 7 月、10 月实施了 4 次降准操作，目的分别是支持普惠金融、置换商业银行中期借贷便利、支持债转股和小微企业融资、增强金融服务实体经济的能力，据估计 4 次降准向商业银行释放流动性约 2.15 万亿。2) 另一方面实体经济融资紧张，严监管、去杠杆对银行的放贷行为和放贷能力产生的较大抑制，而企业的不断违约又使银行的放贷意愿大幅降低。M2 以及人民币贷款增速放缓，社融规模大幅下滑，紧信用仍然不容乐观，2018 年 10 月末，广义货币(M2)余额 179.56 万亿元，同比增长 8%，环比、同比分别下降 0.3 个和 0.9 个百分点。人民币贷款增速、社融规模低于预期，10 月份人民币贷款增加 6970 亿元，同比多增 338 亿元。对比来看，9 月份，人民币贷款增加 1.38 万亿元，同比多增 1119 亿元，虽然 10 月受假期影响会有所放缓，仍然低于预期。此外 10 月份社会融资规模增量为 7288 亿元，比上年同期少 4716 亿元，大大低于预期。央行在三季度货币政策执行报告中指出，经济下行压力增加，继续执行中性货币政策，未来将进一步支持改善民企融资，也反映出当前融资面临的较大困境，因而货币宽松预期增强，配合降准政策仍有很大操作空间。

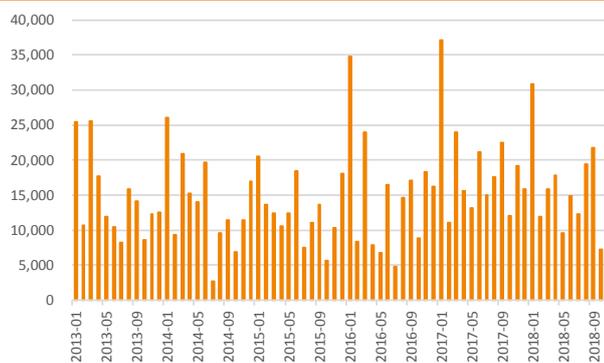
图 35：2018 年 4 次降准政策梳理



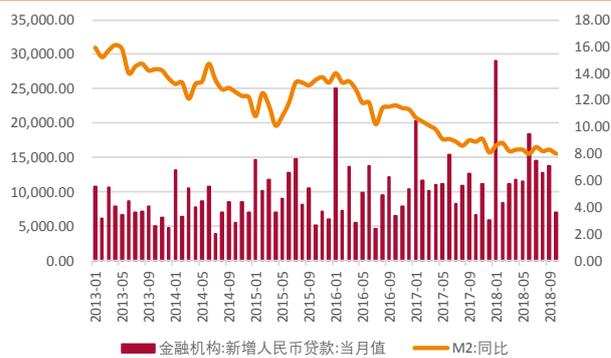
资料来源：中国经济网，天风证券研究所

图 36：社会融资规模当月值为 16 年以来最低点（亿元）

图 37：10 月新增人民币贷款低于预期（亿元），M2 增速下滑（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 水泥：以基建为主线，找出区域最优解

#### 3.1. 需求：区域分化，风起基建

##### 3.1.1. 基建托底预期深化，华北、西北需求走强

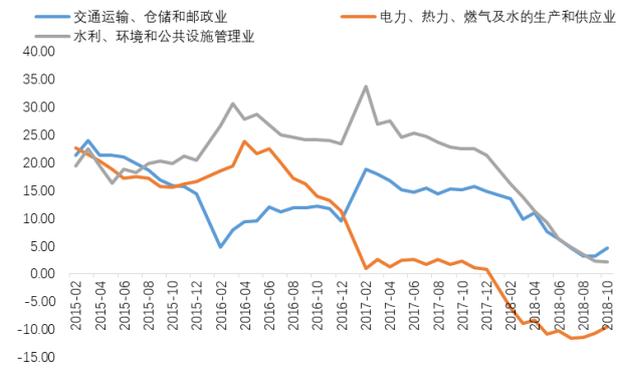
基础设施加快“补短板”提升 2019 年水泥产销预期，重点可关注铁路、公路、水运、机场、水利等领域。今年 10 月底国办发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，将聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务。自 7.31 中共中央政治局会议提出加大基建补短板以来，市场最为关切基建落地节奏，从北京、广东、浙江等区域出台项目规划，到 8、9 月专项债大量集中发放，基建力度与预期尚有差距。**10 月基建投资增速反弹，托底预期增强。**根据国家统计局，10 月基建固定资产投资（不含电力）累计同比增速为 3.7%，环比增加 0.4 个百分点。其中，10 月交通运输及仓储业和水利、环境和公共设施管理业固定资产投资累计增速分别为 4.60%和 2.10%，环比提升 1.4 个百分点、微降 0.1 个百分点。

图 38：10 月基建固定资产投资（不含电力）累计同比增速为 3.7%（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 39：基建细分行业固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

铁路建设水泥消耗量较大，铁路投资较年初也有明显好转。去杠杆基调下，年初铁路总公司制定铁路总投资额 7320 亿元，同比去年目标值下降 8.5%。此后在经济压力下重定目标至 8000 亿元。观察国家铁路固定投资额月度同比增速，例如 3~8 月分别为 -5.37%、-8.95%、-8.38%、0.01%、-1.10%及 1.61%，我们预期增速由负转正后将经历企稳并逐渐上行。

图 40：国家铁路固定投资处于回升态势（单位：亿元，%）

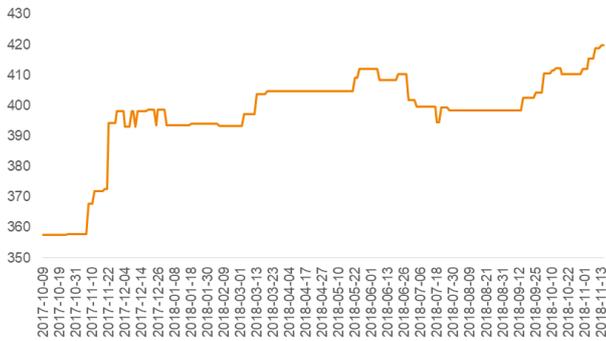


资料来源：wind，天风证券研究所

(1) 华北：需求前抑，释放在即

基建拉动水泥需求在今年已初见端倪。华北 10 月同比增速 35.75%，在所有区域中增速第一，而 9 月单月增速为负，大幅反转主要原因是基建赶工需求旺盛，严禁环保“一刀切”后秋季供给具备弹性，以及去年同期基数较低。

图 41：河北水泥价格当天值（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 42：华北水泥库容比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

2019 年，京津冀交通一体化交运先行。2019 年是京津冀交通一体化的建设大年，预计高铁高速投资额达千亿以上，带动水泥需求千万吨级。根据京津冀协同发展交通一体化规划，推进京津冀地区由“单中心放射状”通道格局向“四纵四横一环”网格化格局转变。虽然规划发布较早，但近年来基础设施才开始加速建设，今年以来交通一体化的建设实现了较多突破，国家高速公路网首都放射线京内路段全部打通，“四纵四横一环”通道路网格局初步形成。2018 年京津冀交通一体化重点推进的几个项目有京雄高铁、京沈高铁、京石城际（雄石段）、京滨城际，以及与新机场相关的高速公路项目的建设，其中京雄、京滨均为启动之年，19 年相比 18 年的减量则在首都新机场自身的建设方面。2019 年，除京沈高铁北京段尚在建设，新增雄商高铁、廊涿城际之外，其余项目也将处于建设高峰期。根据我们测算，上述高铁、高速及公路、机场、港口建设项目投资额总计分别约 3351 亿元、2379 亿元、844 亿元、488 亿元，根据建设年份分摊之后，2019 年的投资额有望分别达到 2644 亿元。考虑到单位里程高铁建设对水泥需求更高，我们认为这部分投资带来的水泥需求有望达到约 1440 万吨，相比 18 年的增量约为 900-1000 万吨。

表 2：京津冀协同发展交通一体化项目进展投资情况

	路段	已完成路段	在建中路段
首都地区环线通道	承德、廊坊、固安、涿州、张家口、崇礼、丰宁	北京新机场北线高速公路北京段	廊涿城际（拟建）；北京新机场北线高速公路廊坊段；
沿海通道	秦皇岛、唐山、天津(滨海新区)、沧州(黄骅)	唐曹铁路、津山铁路、黄万复线、津秦客专	黄大铁路、水曹铁路
京沪通道	北京、廊坊、天津、沧州	京沪高速、京津城际、京津城际延伸线	京津城际二线（京滨城际）
京九通道	北京、北京新机场、廊坊、衡水		京雄高铁、雄商高铁；京雄高速（规划）
京承-京广通道	承德、北京、保定、石家庄、邢台、邯郸	京广客专、京承、京通、京沈高铁承德段	京沈客专望京隧道、京石城际
秦承张通道	秦皇岛、承德、张家口	张唐铁路、秦承高速	
京秦-京张通道	秦皇岛、唐山、北京、张家口	京秦、京包、京原铁路	京张高铁
津保通道	天津(滨海新区)、霸州、保定	津保高速、津霸高速；天津绕城	津石高速公路河北段

		北段
石沧通道	石家庄、衡水、沧州(黄骅)	石济高速铁路

资料来源：北京、天津、河北政务网，天风证券研究所

**雄安新区短期基建带来水泥需求增量，中长期城区开发支撑力度强。**从规划建设面积角度估计，新区建设基础设施建设放在首位，未来五年按照建成面积 150 平方公里，作为政府主导型新区建设投资需求参考浦东新区，浦东新区在快速建设阶段（2002-2006 年）单位面积固定资产投资 6 亿元，用 CPI 平减指数调整后约为 8.7 亿元，我们判断雄安新区建设节奏或更强，取单位面积投资 10 万/平方公里，五年后固投资额达 1500 亿，年均投资 300 亿，保守估计 1 亿投资金额带动水泥需求 0.5-0.6 万吨。随 19 年城区基建投资逐渐展开，预计带动水泥需求为 150-180 万吨。

表 3：雄安新区成立五年固定资产投资对标

	设立时间	5 年后面积（平方公里）	单位面积固定资产投资（亿元/平方公里）	土地口径固定资产投资累计投资总额（亿元）
浦东新区	1992.1	533.45	6.0	3194.9
滨海新区	2009.11	2389	9.7	23090.9
雄安新区（预测）	2017.04	150	10	1500.0

资料来源：和讯网，天风证券研究所（根据浦东新区情况，选取了 2002 年建设面积，与投资额对应）

## （2）西北：边际改善，弹性之最

**需求大幅下滑背景下，价格维持力证集中度逻辑发挥作用，看好未来需求边际改善带来盈利弹性。**1-10 月西北累计水泥产量下滑 8.72%，主要受年初冬季错峰与固投增速不及预期的影响。在西北错峰预期不变背景下，固投增速尤其是新疆等地，基建在固投中占比高于地产，增速由负转正释放业绩弹性远高于其他区域。

此外，**西藏基建发展的持续性与空间、国家政策的支持力度均优于西北其他区域。**西藏自治区发改委曾指出西藏水泥产能严重不足。自治区发文支持“十三五”期间新增布局 600 万吨熟料生产，是全国唯一可新建产线的区域（不考虑置换与前期批复产线），同时，根据工信部近日产能置换文件，西藏是全国唯一可“等量置换”区域。西藏地区目前仅建成高速公路 2 条，铁路 1 条，交通等基础设施落后，中央政府对藏区建设支持力度大，后续投资资金落地概率高。当前华新三期在建、拉萨城投祁连山 120 万吨产线已批准建设。

## （3）集中度提升有利协同稳价

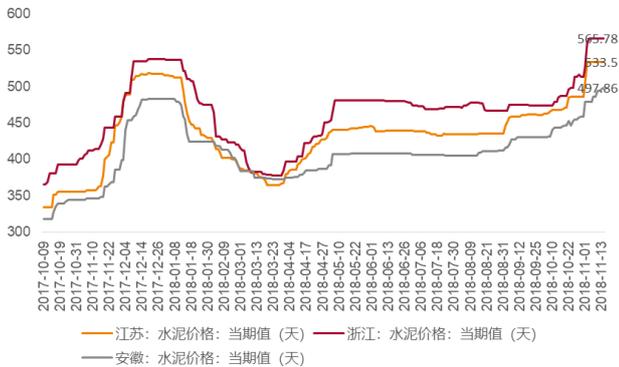
水泥的区域属性强决定了其价格在区域内的一致性较高，而价格的一致性也更容易受到区域内的大企业的影响，因此对于集中度高的区域，水泥价格表现更好。

- 根据卓创数据，目前华北地区 CR5 产能占比约为 45%，为全国最低，且远低于全国平均水平。随冀东金隅水泥整合方案落地，华北区市场整合节奏加快，区域价格控制力或将增强。金隅冀东水泥产能为京津冀地区龙头，同业竞争得到解决，为水泥价格稳定做出贡献。基于此，公司有动力对地区小产线加快整合，借此提升区域水泥的管控能力；另一方面，北方区域有望通过打造区域水泥贸易公司，提升区域控制力。金隅成立的水泥商贸公司已经通过首批出资企业注入合资公司，唐山区域和其他企业已经成立销售公司，有望在 19 年发挥作用。更长期看，随 32.5R 水泥标准的取消（19 年 10 月 1 日之前），社会粉磨站生存空间受到挤压，低标号水泥生产占比较高的小产线也面临整合加速，区域龙头对小产线的整合后对区域价格的控制将更加长久有效。
- 根据卓创资讯，新疆地区天山股份与青松建化合计产能占比达到 51%，甘肃地区祁连山产能占比已经高达 43%，与海螺合计占比达到 56%。价格提升抵消部分销量下滑影

### 3.1.2. 长三角：发展可看中长期，价格整体在较高水平

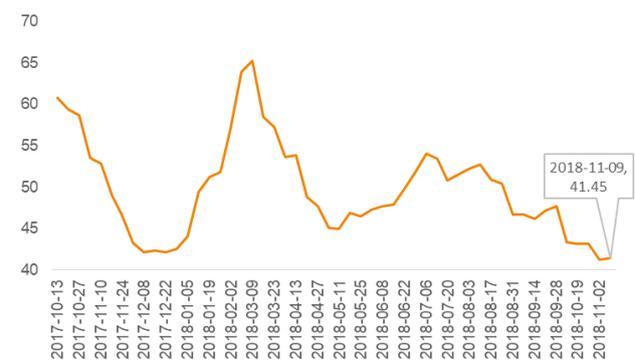
我们一直最为看好华东地区需求表现，江浙沪皖四地发展逻辑可看长期，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备。预计 19 年价格继续正常表现季节性涨跌，环保或能耗限产逐步常态以及区域大企业协同效应发挥，有望平滑涨跌幅度，整体稳定在较高水平。

图 43：长三角地区水泥价格当天值（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 44：华东水泥库存比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

长三角一二线、强三线城市密布，限贷限购政策影响下，投机性、刚性需求同时得到抑制。水泥属于地产前周期产品，与新开工面积增速关联较大。市场较为关心随着销售面积增速回落影响地产公司置地积极性，并传导影响新开工速度，水泥地产端需求出现下滑。我们认为可以从两方面考虑，一是假设长三角地产“如期”回落后，什么接棒水泥需求？人口流入区域基建可看中长期，浙江大湾区与亚运会强化基建速度。二是地产端水泥用量比例呈现下降趋势，下游结构性预计逐渐向地产、农村倾斜。三是地产表现不必过于悲观，在“贸易战”尚未实质结束、“稳杠杆”基调维持、消费内需尚未强力支撑经济增长情况下，我们预计地产政策面不会边际变差，一二线地产刚需有望率先得到释放。

### 3.1.3. 华南：人口+财政，两广配合大有可为

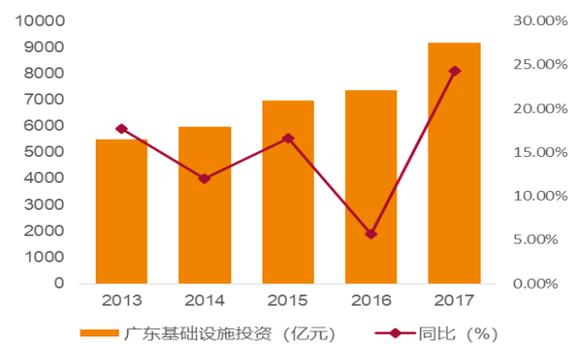
我们继续看好华南地区，尤其是广东市场，基建发力背景下，区域内财政实力强解决资金担忧，人口绝对数领先全国、出生率较高、结构年轻化，决定水泥需求长期稳健支撑，并且具备粤港澳大湾区等政策利好增量空间。

图 45：广东固定资产投资累计值及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 46：广东基础设施投资及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

原材料资源+水路运输+终端市场分布+价格差异，成就“两广的配合”。考虑到两广在生产、运输、终端市场上隐含经营策略，华润水泥的优势一定要结合广东、广西两个市场来看。两广市场“打配合”，广西熟料为广东市场输血。采取同样策略的还可以参考海螺、台泥，但华润在地理分布、产能规模上更具优势。两广配合的关键在于石灰石资源和水路运输能力与成本，类似海螺在华东的 T 型分布，广西石灰石、煤炭资源相对广东更为丰富，此外树桩水系保障水路畅通，西江干流从西北流向东南，支流从两侧汇入，最后形成以梧州为出口，而梧州直接与广东相邻。预计通闸时间缩短后强化西江运力，更加有效发挥两广供需配合，两地均有产能、市场布局，并在西江掌握运输船舶的企业率先受益。

## 3.2. 供给：从强力主导向自发控制演进

### 3.2.1. 扩至南方，限产助力供给格局

无论是去产能还是去产量，行政力护航下，近两年抑制过剩产能发挥带来供需格局改善，尤其北方率先大面积执行错峰，从效果上看抑制“北泥南下”，南方市场格局充分受益。错峰生产模式在北方 15 省较为成熟，目前结合环保要求正在更多南方地区执行。今年 11 月，生态环境部联合国家发改委等 15 个部门发布《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》。此外，南方其他区域例如湖北省要求每家企业全年停窑错峰时间不少于 90 天，湖南曾经指出全年停窑错峰生产及检修时间原则上不少于 100 天，广东要求 2019 全年停窑 40 天。

南方限产逐步常态背景下，2019 投资主逻辑是，在需求淡季有效控制生产减缓抛售压力并促使以较低库存进入旺季，在需求旺季促使供不应求价格上涨。常态背后是企业配合意愿增强，执行效果更有经验支撑。

### 3.2.2. 北方环保放松实质是前期纠偏

市场对环保持续性有所担忧，认为“放松”预期不利估值，以及“北泥南下”形成区域干扰。首先，明确环保出发点是改善生态环境，环保是一味“催化剂”。市场会将环保归类到供给侧改革领域，主因其影响的着力点也在供给端。实际上我们认为，环保应回归本质，防止“一刀切”即是价值回归的表现。第二，不妨采取这样的思路，如果今年通过限产停产可取得立竿见影效果，但治标不治本，根本上仍需提高环保装备，主动减少排污。而从上至下整顿加固企业环保能力，并非一蹴而就，决定环保攻坚具备持续性。此外，“绿水青山”轻易可逆，后期维护需要政府、企业、群众共同努力，决定力度与持续时间不会轻易降级。

催化剂不是主角，水泥短期供需在近年来已备受瞩目，去产能、错峰、协同，甚至跟踪监测的雨水与空气污染指标，均可影响短期波动性，而长期供需因子相对忽视，但理应值得更多关注，技术、资源、成本、渠道、规模均可长期护城，以及关注各类需求走势的影响力。

预计放松必然与前期强力收紧类似，均会对短期市场价格、库存产生波动影响，我们预计 2019 年北方水泥企业或有以下变化：（1）购置安装环保设备进一步优化排放，无投入实力或持续不达标企业有望被大企业收并购、改造环保条件，需要注意的是环保达标并非一蹴而就，因此我们判断环保限产不会突发性退出；（2）经历一轮周期后更为充分理解协同作用，合作意愿增强。（3）对南方市场的影响会继续加深，2017 年减产幅度与时间是区分过去与将来的节点，不能试图回到行政强制的状态，无论优胜劣汰、合作共赢均为市场正常反应，而大企业具备优势，市场情绪激烈可降低收并购成本，集中度加速提升更为有效呈现定价权，市场维持稳定有望保持抬高盈利中枢。

表 4：北方最近两年错峰生产执行时间对比

区域	2018-19 年冬季计划执行时间	时长	去年执行时间	2017-18 年冬季错峰时间
<b>华北地区</b>				
河北省	邯郸不停，其他地级市未公布正式文件 唐山、邢台有相关新闻		4 个月	2017.11.15-2018.3.31
山西省	2018.11.15-2019.3.15 晋城、临汾有出台相关文件	不少于 4 个月，各地可 适当调整	4 个月	2017.11.15-2018.3.31
内蒙古	2018.11.15-2019.3.15 呼伦贝尔市、兴安盟、通辽市、赤峰市四 盟市时间段为 2018.11.15-2019.4.15	4 个月	4 个月	2017.11.15-2018.3.15
<b>东北地区</b>				
辽宁省	2018.11.1-2019.3.31 大连地区停窑时间自 2018 年 11 月 5 日	至少 5 个月	5-6 个月	2017.11.1-2018.4.15

	至 2019 年 4 月 5 日			
	2018.11.1-2019.3.31			
吉林省	2019 年 4 月 1 日后, 省水泥协会组织企业根据实际情况, 可继续开展错峰生产, 延续到 4 月 30 日	至少 5 个月, 计划增加 1 个月	5 个月	2017.11.15-2018.3.31
黑龙江省	2018.10.20-2019.4.20	6 个月	5 个月	2017.11.15-2018.3.31
<b>西北地区</b>				
陕西省	2018.11.15-2019.3.15	4 个月	4 个月	2017.11.15-2018.3.15
甘肃省	2018.11.1-2019.3.10 大部分企业 12.1 开始执行	4 个月 10 天	4 个月 15 天	2017.11.1-2018.3.15
青海省	2018.12.6-2019.4.20 12 户水泥 20 台水泥窑	5.5 个月	4 个月	2017.12.1-2018.3.31
宁夏自治区	2018.12.1-2019.3.10	123 天	123 天	2017.12.10-2018.3.20
新疆自治区	2018.11.1-2019.7.1	4-7 个月	3-6 个半月	2017.11.1-2018.5.16

资料来源: 数字水泥, 天风证券研究所

### 3.2.3. 关注置换新增与 PC32.5R 淘汰进程

国家工信部发布关于《产业转移指导目录(2018 年本)》(征求意见稿)提及部分地区不再承接水泥产业转移与逐步退出水泥产业。当前部分企业拥有产能置换指标, 置换为产能缩减留有余地, 也是除西藏外新增区域产能的唯一方式。除了在企业个体利益、前期政策执行与当下过剩状态寻找平衡之外, 还可以通过各省市承接或退出水泥产能层面入手减缓置换, 包括市场担心的异地置换。结合 8 月工信部、国家发改委联合印发《严肃产能置换、严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》, 过剩行业新增压力有望缓解。同时, 河南将退出没有水泥集团熟料直供的粉磨站, 一定程度利好窑磨一体化企业, 也为其他省份提供示范。后期将继续观察政策执行力度。

自新疆全面停止生产、销售、使用 32.5 标号水泥产品后, 关于是否扩大至全国范围的探讨从未停止。事实上, 早在 2016 年 5 月国办发布《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》, 要求停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥。2015 年 12 月开始实施的 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》标准第 2 号修改单取消 PC32.5 水泥, 暂时保留 PC32.5R 水泥。而本次修改明确 PC32.5R 将于 2019 年 10 月 1 日取消, 但依然保留矿渣、粉煤灰、火山灰 32.5 等级水泥。

### 3.3. 供需格局: 寻找动态新平衡

通过观察 2017、2018 年至今行业利润表现, 我们发现价格弹性贡献大部分利润空间, 区域间价差是水泥跨地销售的触发因子, 供大于求拉低价格。如果我们从结果出发——**如果 2019 年维持高盈利等同于维持高价, 则需要解决:**

- 区域价差小且稳定
- 供给能根据需求动态控制
- 需求变化时供给端有足够反应时间

**我们除去基本面量、价、库存、成本等变化, 回归水泥行业基本属性: 短运距。**水泥因自重导致陆地运输成本高, 各大水系天然帮助延长运距, 而限产是人为缩短运距。限产的直观意义是控制供给, 没有余量外溢, 比如北方错峰限制南下流动, 南方错峰同样可以抑制北上和区域间流动, 环保相关的水质治理关停码头则直接“阻断”运输途径。如果环保错峰有政策导向, 南北贸易公司模式具有行业自发意义。南北方均有成立贸易公司、贸易平台, 整合行业资源促使价格公开透明, 理论上有助区域内价格稳定, 但除非贸易体跨区运作以及行为决策高度统一, 否则仍然难以解决区域流动问题。延续以上思路, 聚焦行为决策统一性, 我们可以关注行业收购与加速去产能, 均可促使大企业份额进一步提升, 从

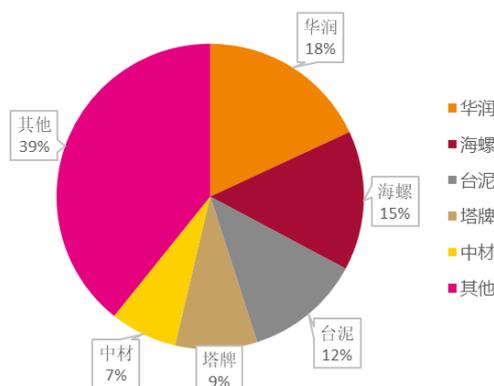
而提高经营决策一致性。

**供给端逻辑从强力主导向自发控制演进。**行业进一步出清，大企业份额提升，行业主体行为上一致性增强，环保等外力促使运距缩短，以上均是供给侧逻辑，取决于供给方本身。水泥行业只能被动接受宏观需求变化，需求刚性不因价格变化而变化，因此着力点主要在供给端，形成关注主体。这与我们对环保的认知保持一致，环保是催化剂不是影响行业走向的主角，水泥短期供需在近年来已备受瞩目，去产能、错峰、环保，甚至跟踪监测的雨水与空气污染指标，均可影响短期波动性，但极为被动，而长期供需因子相对忽视，例如优势企业的技术、资源、成本、渠道、规模均可长期护城。

**分区域看，长三角是海螺“主战场”，**其他龙头包括南方水泥、上峰水泥、红狮水泥等，四季分明、市场竞争充分格局相对稳定，是国内水泥行业成熟区域之一。天气与需求条件长期有利，叠加环保、能耗驱动四季度限产常态化——固有优势保持，新的优势正在形成，例如海螺与中建材成立海中贸易平台，促进行业深度合作，尤其在对应对外来熟料冲击上利于形成一致性。

**华南市场中龙头企业占据主导地位，**根据数字水泥统计，2017年TOP 5集中度达到60.75%。其中，华润水泥市场份额最高，为18.05%，海螺水泥、台泥、塔牌、中材分别占比14.76%、12.24%、8.63%、7.06%。广东水泥供给格局将保持稳定，集中度持续逐步提升。广西水泥供给格局成熟稳定，前五水泥企业集中度高达80%。根据卓创资讯统计，共计58家新型干法熟料企业，前5名是华润、海螺、台泥国际、中国建材、鱼峰集团，广西地区CR5高达80%。

图 47：2017 年广东水泥企业市场占有率



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

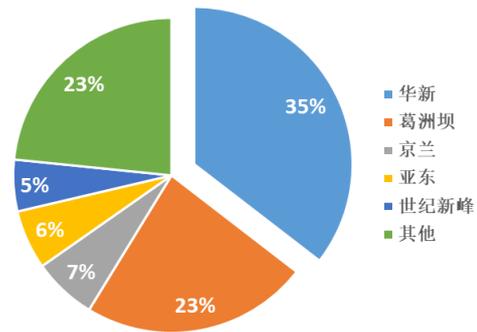
**华新主要产能布局在两湖与西南地区。**据卓创资讯数据，湖北全省水泥熟料产能 5629 万吨，其中华新熟料产能约 2281 万吨，熟料市占率约 35%。其他供应方如葛洲坝、京兰熟料产能分别为 1494 万吨、419 万吨，占比分别为 23%、7%，熟料 CR3 约 65%，集中度较高，且一线企业如海螺、中建材等跨区域龙头市占率偏小，本地龙头更具优势。相对湖北供给格局，湖南供应端竞争相对激烈。根据卓创资讯数据，湖南全省熟料产能约 7449 万吨，其中华新熟料产能约 651 万吨，市占率约 8.7%。其他供应方如中建材、海螺、台泥、红狮熟料产能分别为 2409 万吨、2062 万吨、270 万吨、264 万吨，占比分别为 32%、28%、3.6%、3.5%，熟料 CR3 约 68.7%。

图 48：鄂东地区水泥销售易受异地水泥影响

图 49：华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%



资料来源：东湖社区，天风证券研究所



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

云南受益环境相对封闭，区域面积较大，异地水泥熟料影响有限，考虑到华润、中建材、海螺等主要企业已经布局，在基建红利结束后，可能会面临本地竞争加剧以及后续新增产能冲击。根据卓创资讯数据，云南全省熟料产能约 9230 万吨，其中华新市占率约 11%。其他供应方如华润、中建材、海螺熟料产能分别为 1965 万吨、1953 万吨、775 万吨，占比分别为 21.3%、21.2%、8.4%，熟料 CR3 约 53.5%，CR4 超过 60%。需要注意 2019 年新增产线较多。

华北、西北集中度逐步提升。冀东水泥在京津冀地区拥有熟料产能 5754 万吨，占公司产能 52%，京津冀地区总产能 9551 万吨，占京津冀地区比重约 60%。新疆与甘肃地区 CR2 均超过 50%，根据卓创资讯，新疆地区天山股份与青松建化合计产能占比达到 51%，甘肃地区祁连山产能占比已经高达 43%，与海螺合计占比达到 56%。

### 3.4. 投资建议：关注阶段性机会，找出区域最优解

今年以来基建投资增速的下滑对于水泥需求产生负面影响，更积极财政政策下基建投资的资金问题有望得到相当程度的缓解，看好全国基建投资增速继续反弹。水泥行业当前已经出现盈利高点，市场认知难免有分歧，我们认为依然可以关注以下超预期点：

- 基建“补短板”加速，需求超预期
- 行业格局变化超预期，如收购、并购，落后产能加速淘汰
- 环保限产韧性
- 大企业主导权增强，如构建区域贸易平台

我们建议从需求“超跌”反弹弹性更大角度考虑华北、西北区域，从人口长期流入、资金配套能力角度重点考虑中长期实质需求，受益区域有长三角、粤港澳大湾区。

标的方面，我们认为 2019 年重点并非行业趋势性机会，而是个股独立逻辑主导下的阶段性投资机会，继续推荐攻守兼备的龙头企业海螺水泥，受益京津冀交通建设、雄安新区建设的冀东水泥，受益西北需求反弹的祁连山、天山股份、宁夏建材，受益西南需求弹性+蒙华铁路通车降低煤炭成本的华新水泥，同样受益煤价降低的还包括万年青，同时，值得重视江西发展基数低空间大，以及主要需求地在浙江、成本结构类比海螺的上峰水泥，受益广东需求景气的塔牌集团，港股建议关注中国建材、华润水泥。

## 4. 玻璃：中长期角度需关注玻璃龙头

### 4.1. 2018 年供需两弱，玻璃价格走低

平板玻璃的主要下游包括房地产、汽车、出口及其他，其中房地产消费占比达 75%左右。各类相关指标中，房地产竣工与玻璃需求相关性高，1-10 月全国房屋竣工面积累计下滑 12.5%，相比前值跌幅扩大 1.1 个百分点，需求没有出现好转。2018 年前三季度玻璃行业共生产平板玻璃 6.48 亿重箱，同比上升 6.2%。

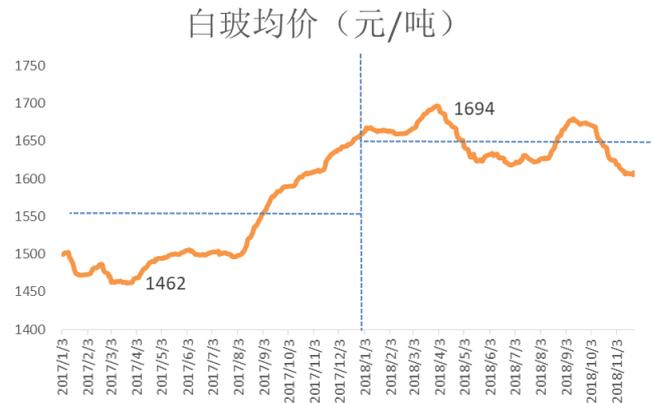
供给方面有所增加，主要源于两点，第一：18 年玻璃价格中枢高于 17 年，导致企业盈利水平上升，玻璃行业多为民营企业，因此在利润的驱使下纷纷复产，根据中国玻璃期货网统计，截至 11 月共复产 18 条生产线，略超预期。第二：环保政策没有完全落实，首先是原本环保部将于年中左右推出新的“2+26”地区玻璃行业排放新标准出于种种原因没有推出，其次是玻璃生产是长期且无法间断的，因此刚性的生产特点在部分地方政府要求环保限产的时候是无法执行的，所以无法像水泥一样实现产量调节，因此全年供给有所增加，截至 11 月，全国玻璃在产产能相对年初上升 4.3%。

图 50：平板玻璃产量及其同比变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 51：白玻均价



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

回顾玻璃价格，全年走势类似“M”字型，4 月前玻璃价格延续 17 年沙河集中限产后的涨势，呈现淡季不淡的特点，加上厂家普遍看好 4-5 月份需求启动带来的价格上涨，在 3 月份继续提价；进入 4 月，由于环保限制工地复工加上两会期间华北及周边限制运输等因素，导致需求没有预计启动，厂家库存也达到了高点，因此玻璃价格开始从 1690 元/吨左右开始下跌，加上复产产线逐步释放，价格持续走弱；8 月之后库存来到低点，加上“金九银十”即将来临，玻璃价格又迎来了一波上涨，但是由于玻璃需求并没有好转，涨价没有持续并快速下跌，近期企稳。

图 52：浮法玻璃在产产能



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 53：玻璃库存



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

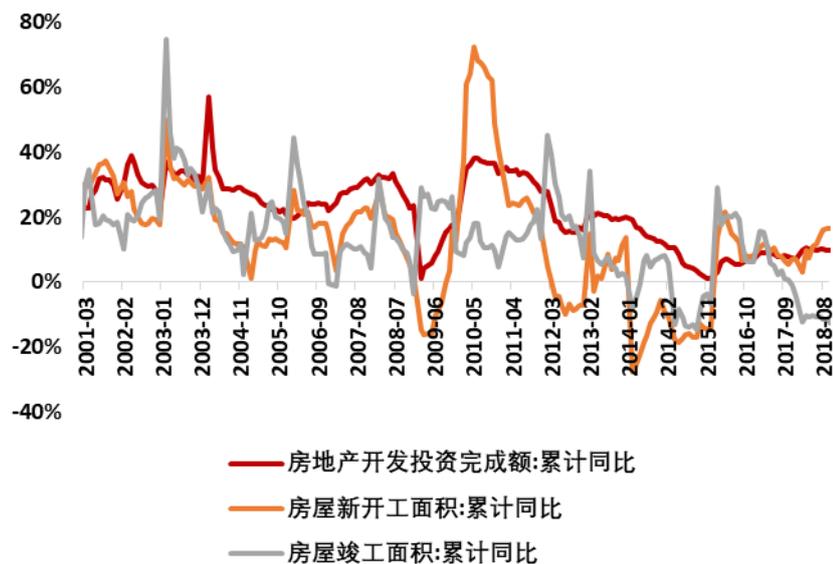
从玻璃行业上市公司的情况来看，2018 年三季度全年共完成营业收入 357.75 亿元，同比上升 9.77%；实现归母净利 22.73 亿元，同比上升 114.98%；销售毛利率 19%，同比下降 0.71 个百分点；销售净利率 6.61%，同比上升 1.74%。

#### 4.2. 需求偏弱，静待竣工数据回暖

玻璃下游 75%源于房地产，目前房地产相关的前置指标增速保持稳定，根据国家统计局数据显示，18 年 1-10 月的房地产开发投资完成额的同比增速达到 9.7%，房屋新开工面积同比增速达到 16.3%，房屋竣工面积继续维持负增长，且跌幅扩大，房屋竣工面积累计同比下滑 12.5%，与其他前置指标形成明显的剪刀差，在房地产政策和企业战略没有出现重大变化之前，竣工数据可能很难有所好转。

在房地产限制性政策不松动的前提下，需求走弱可能导致房企前端拿地、新开工的动力不足，土地购置和新开工面积可能逐步回落；同时按照一般常理，新开工之后一般两年内要完成竣工交房，因此竣工数据可能逐步回升，新开工和竣工数据的剪刀差有望减小，对玻璃需求有一定提振作用。

图 54：平板玻璃产量、房地产开发投资完成额、房屋竣工面积累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

玻璃另一块主要需求汽车产量在 18 年下半年有所减弱，受房地产挤压可选消费、前期高油价以及新国六标准的推行，导致汽车产量在 18 年 5 月之后有所下滑，直观来看，汽车产量增速的改善还没有体现，但是由于我国汽车存量市场较大，比如汽车玻璃龙头信义玻璃抓住汽车玻璃替换市场，近几年大力推动信义易车业务，实现了快速增长；再加上新能源汽车今年前 10 月累计增速达到 54.4%，有望成为支持汽车需求向上的新动力，因此整体来看汽车需求有望保持稳定。

图 55：我国汽车当月产量及同比

图 56：我国汽车累计产量及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 4.3. 供给有望下降, 冷修产线增加

供给收缩源于 2 点, 首先从自然收缩的角度来看, 当前冷修产线开始增加, 逐步验证年初我们对 18-19 年是冷修高峰期的判断。玻璃生产线的寿命一般在 5-8 年, 2011 年之前仍有众多产线没有冷修, 根据中国玻璃期货网预计, 11 月之后具备冷修条件的玻璃生产线有 25 条, 加上 18 年大量生产线已经完成复产, 剩下正在冷修的生产线已经所剩不多, 具备复产条件的生产线约 6 条, 考虑到部分新建产线, 预计 2019 年全年净增生产线为负值。

表 5: 2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况

年份	新点火产线 (条)	复产产线 (条)	冷修产线 (条)	净新增产线 (条)
2012	19	13	25	7
2013	29	8	11	26
2014	23	9	38	-6
2015	10	17	43	-16
2016	9	22	15	16
2017	4	14	24	-6
2018.11	5	18	15	8

资料来源: 中国玻璃期货网, 天风证券研究所

其次从政策角度来看, 从 2016 年年中开始, 玻璃行业供给侧改革相关文件、会议陆续落地。工信部于 2016 年 5 月发布了《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》和《建材工业发展规划 (2016-2020 年)》中都提到 2020 年底前严禁备案或新建扩大产能的平板玻璃项目。另外工信部在 2018 年 8 月印发的《严肃产能置换、严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》提到严格把好水泥熟料、平板玻璃建设项目备案源头关口, 不得以其他任何名义、任何方式备案新增水泥熟料、平板玻璃产能的建设项目; 各相关部门和机构不得办理土地供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务。目前政府正在深化供给侧改革, 并着力解决产能过剩问题, 2018 年初至今, 有 5 条新建生产线, 其中新建的福耀两条线用于汽车玻璃, 旗滨郴州一线用于光电光伏, 建筑用玻璃产能增加不多。

表 6: 2018 年下半年玻璃行业供给政策

时间	文件	主要内容
2018.7	菏泽严格控制“两高”行业新增产能	严禁新增钢铁、焦化、电解铝、铸造、水泥和平板玻璃等产能; 严格执行钢铁、水泥、平板玻璃等行业产能置换实施办法。
2018.8	工业和信息化部、国家发改委印发《严肃产能置换、严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	严格把好水泥熟料、平板玻璃建设项目备案源头关口, 不得以其他任何名义、任何方式备案新增水泥熟料、平板玻璃产能的建设项目; 各相关部门和机构不得办理土地供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务

2018.9	河南省污染防治攻坚战三年行动计划 (2018—2020 年)》	原则上禁止新建、扩建单纯新增产能的煤炭、煤电、钢铁、电解铝、水泥、玻璃、传统煤化工、焦化等 8 大类产能过剩的传统产业项目，全省禁止新增化工园区，对钢铁、水泥、电解铝、玻璃等行业不再实施省内产能置换。
2018.10	黑龙江省全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战	继续化解过剩产能，严禁钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等行业新增产能，对确有必要新建的必须实施等量或减量置换

资料来源：政府官网，玻璃信息网，天风证券研究所

#### 4.4. 纯碱价格上涨，玻璃龙头企业有效应对

占玻璃成本较大的纯碱由于近期价格有所上涨，达到 2315 元/吨，考虑到 2018-2019 年预计将是玻璃生产线冷修的大年，由于玻璃行业盈利情况较好，部分企业希望延长窑炉使用时间，预计后续的冷修产线会逐步增多，纯碱价格上涨空间有限。

玻璃龙头企业，一方面对纯碱的需求量大并且稳定，执行价格往往低于市场价格，另一方面，为应对纯碱价格波动，多数情况下会采取在价格低位囤一定数量的纯碱或者进口纯碱的方式，因此玻璃龙头企业感受到纯碱方面的实际成本压力要偏低。

图 57：全国纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

#### 4.5. 投资建议

玻璃企业的盈利主要来自于价格弹性，对于 19 年玻璃价格我们预计价格中枢略低于 18 年。需求判断预计 2019 年略有所减少，主要是在于玻璃的主要需求房地产竣工增速保持同比下滑，短期内难有大幅起色。竣工面积增速与新开工面积增速背离始于大约 2017 年 5 月左右，当年前 5 月累计新开工面积增速由前值 11.1%略降至 9.5%，并于 6 月份回到 10.6%的增速，而前 5 月累计竣工面积增速则由前值 10.6%大幅下降至 5.9%，并持续走低。由于当期房企土地和开售存货不足，为了补充库存，新开工面积保持增加，考虑到房地产企业一般至少在期房销售后两年内实现交房，为保证交房顺利实施，预计 2019 年下半年开始竣工数据在 18 年低基数的效应下开始回暖，玻璃需求将略有起色。但是考虑到新开工面积累计值与竣工面积累计值的绝对值差已经达到 11.14 亿平方米，且房地产企业现金流情况较紧，因此绝对差值回到 15-16 年年底的 6-7 亿平方米仍然需要一定时间的消化和等待。因此房地产对玻璃的需求可能略有下降，但是有望在 19 年下半年好转，叠加汽车、光伏等需求的稳定，因此判断 19 年玻璃需求会小幅收缩。同时供给方面也有望实现收缩，因此 19 年整体玻璃供需双降，预计价格中枢略低于 18 年的水平。

**建议关注旗滨集团：**

华东、华南区域为公司业务的核心区域，当地经济比较发达，下游需求旺盛，沿海利于出口，玻璃价格常年高于全国平均水平。现阶段公司此前冷修的 3 条生产线已经完全复产，近期郴州产线点火，产量弹性大幅提升。短期看玻璃价格南北分化，公司产能主要在南方，需求较好，高价位能够持续，四季度有望迎来量价齐升。中长期看，工信部、发改委 8 月印发通知，严禁玻璃行业新增产能，未来供需有望保持紧平衡。公司近期公告，郴州旗滨 1000 吨光伏光电材料基板生产线已经点火，产品定位高端电子及光伏超白玻璃，标志着公司开始逐步转型，向高端玻璃市场进军，有利于提升公司的竞争力，中长期看好公司由浮法玻璃龙头向高端深加工玻璃龙头转型。

盈利预测：我们预计公司 2018-19 年归母净利分别为 13.22 亿元、16.53 亿元，EPS 分别为 0.49、0.61 元，对应 PE 分别为 7X、6X，维持“买入”评级。

风险提示：企业因当前盈利水平高大量恢复生产线导致供给增加玻璃价格走低；纯碱价格走高吞噬利润。

## 5. 玻璃纤维：关注量的弹性

### 5.1. 18 年景气持续，价格平稳

由于 2017 年全球经济向好，玻纤需求旺盛，大量产能进入建设投产期，不过由于产能释放的滞后性，对 18 年玻纤价格的冲击有限，因此除了三月价格有所波动以外全年玻纤价格相对平稳，价格中枢高于 2017 年。以 2400tex 缠绕直接纱为例，全国均价保持在 5000 元/吨的水平，随着近期产能开始投放，价格来到了 5000 元/吨以下，由于整体价格中枢高于 17 年，企业的盈利情况保持稳定增长。

图 58：全国玻纤均价



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2018 年前三季度玻纤行业上市公司共完成营业收入 185.83 亿元，收入同比增加 14.14%；实现归母净利润总计 29.81 亿元，同比增加 24.14%。其中龙头中国巨石因为产能逐步攀升，量增带来业绩向好；长海股份则通过 17 年的蛰伏完成产业链的布局，产能逐步释放，盈利开始好转。

表 7：2018 年前三季度玻纤行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		销售毛利率 (%)		销售净利率 (%)	
	2018 前三季	同比	2018 前三季	同比	2018 前三季	变动	2018 前三季	变动
中国巨石	76.29	18.48%	19.12	23.26%	45.09	-0.20	25.14	0.91
中材科技	78.01	7.89%	7.46	24.27%	27.42	-0.77	10.08	1.34
长海股份	15.81	5.03%	1.95	18.37%	26.08	-0.04	12.27	1.38
再升科技	8.35	102.38%	1.21	51.00%	31.97	-7.36	14.44	-4.33
九鼎新材	7.36	6.33%	0.07	37.95%	23.43	-0.03	1.01	0.28

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

### 5.2. 行业产能逐步抬升

从 18 年玻纤粗砂的价格走势来看，今年玻纤粗砂价格较去年整体有所提升，盈利向好的同时各大企业为赶上持续向好的需求纷纷扩产。根据卓创资讯的数据显示，前三季度玻纤产能新增合计为 56.5 万吨，减去 OC2.5 万吨的停产产线，净新增产能为 54 万吨，其中粗纱产能增加 36.5 万吨，在新增产能中占比达到 68%，考虑到后期仍有新增产能的释放，2018 年及 2019 年行业供给将会出现阶段性的增加，从产能的投放节奏来看，产能投放主要集中在 2018 年，2019 年预计国内新增产能有限，将会以消化 2018 年新增产能为主。

表 8：2018 年 1-9 月玻纤产能 (万吨) 投产情况

公司	地址	产线	产能新增	实际年产能	状态	最新点火日期	产品类型
中国巨石	九江	1 线	2	10	在产	2018 年 5 月	无碱粗砂
中国巨石	九江	1 线	3	10	在产	2018 年 5 月	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	1 线	4	7	在产	2018 年 3 月	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
庞贝捷	淄博	3 线	8	8	在产	2018 年 5 月	非电子纱
江西元源	上犹工业园	1 线	5	5	在产	2018 年 5 月	电子纱
重庆三磊		1 线	8	8	在产	2018 年 1 月	无碱粗砂
中国巨石	桐乡	智能 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
重庆国际	大渡口	F02	5	10	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
林州光远	林州	2 线	5	5	在产	2018 年 8 月	电子纱
合计			56.5				

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

根据卓创资讯统计的玻纤产线新建、冷修技改和冷修规划，2018 年四季度和 2019 年全年预计仍将有 31.5 万吨产能投产，同时考虑到同期计划冷修的产线的影响，我们预计同期玻纤实际产能仍将有 17 万吨的净新增，考虑到 2018 年新增的产能主要会影响 2019 年行业的供给，预计 2019 年将以消化新增产能为主，玻纤整体产品价格预计难有显著提升，并且中低端产品价格或存在一定压力。

表 9：2018Q4 及 2019 年玻纤产能变动情况

公司	地址	产线	产能新增	计划产能 (万吨)	状态	预计点火日期
<b>预计新增</b>						
中国巨石	桐乡	1 线	1 线	6	在建	2018 年 5 月
中国巨石	美国	1 线	1 线	8	在建	2018 年 5 月
安徽丹凤	安徽丹凤集团	1 线	2 线	5	在建	2018 年 3 月
山东玻纤	格赛博	2 线	2 线	8	在建	2018 年 8 月
泰山玻纤	泰安	3 线	6 线	10	在建	2018 年 5 月
重庆国际	大渡口	1 线	F01	2.5	冷修	2018 年 5 月
新增合计				31.5		
<b>预计冷修</b>	<b>地址</b>	<b>产线</b>	<b>现有产能</b>	<b>预计减少产能(万吨)</b>	<b>状态</b>	<b>预计点火日期</b>
山东玻纤	格赛博	1 线	3	3	在产	2018 年底冷修
中国巨石	成都	1 线	9	4.5	在产	2019 年中冷修
中国巨石	成都	2 线	8	4	在产	2019 年中冷修
中国巨石	成都	3 线	6	3	在产	2019 年中冷修
冷修合计				14.5		
产能变化合计				17		

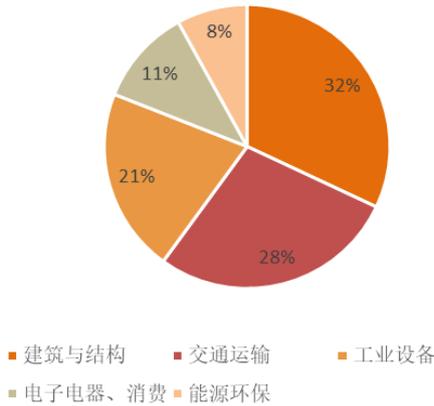
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

### 5.3. 需求结构优化，长期增长可期

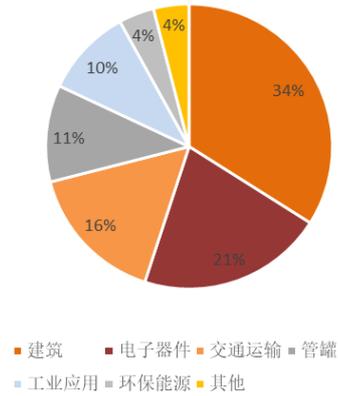
玻纤作为新型复合材料，广泛运用在各行各业，因此需求较为分散，主要集中在建筑、风电、交运、电子等领域，其中交通运输领域、工业应用的玻纤运用结构与海外仍然有区别，随着玻纤渗透率的提升，拓展潜力较大。现阶段我国玻纤用量增速较快的领域在风电、电子及交通运输。

图 59：全球玻纤需求结构

图 60：玻纤需求结构



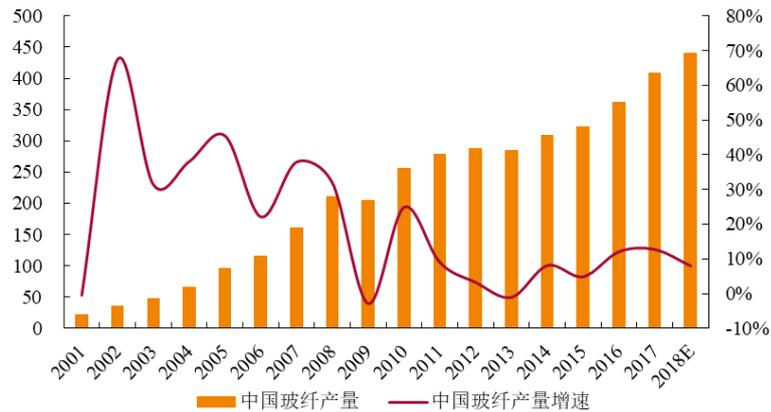
资料来源：产业信息网，天风证券研究所



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

近年来我国玻纤增速保持稳定增速，一方面我国及全球经济增速保持稳定，其中美国、欧洲等玻纤用量较大地区的经济复苏带来了较大需求，另一方面玻纤具有耐高温、耐腐蚀、抗拉强度高特点，是金属的优质替代品，因此渗透率的提升也扩大了玻纤的使用量。据玻纤巨头欧文斯康宁的测算，玻纤行业需求增速约为工业产值增速的 1.6 倍，在不考虑经济波动的条件下，预计我国玻纤需求有望维持在 10%左右的增速。

图 61：中国玻纤产量（万吨）及增速



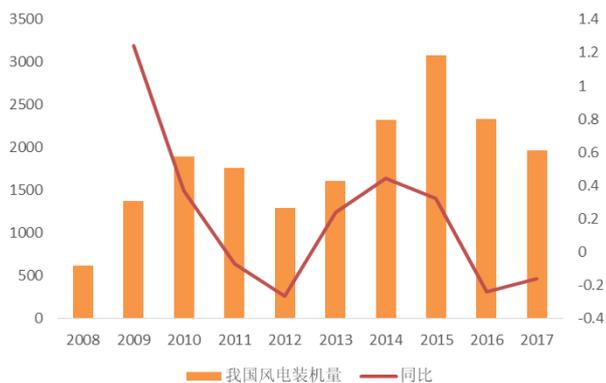
资料来源：中国玻纤网，天风证券研究所

### 5.3.1. 风电需求好转

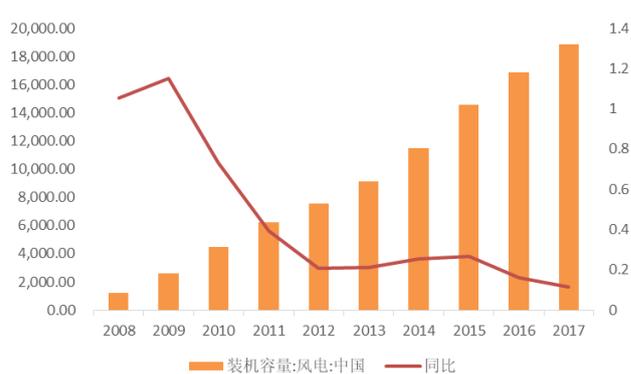
玻纤在风电领域主要运用在风电叶片，是其主要原材料，风电叶片的需求则和风电装机的增长相关。风电作为清洁能源，在我国起步较晚，受政策影响较大，14-15 年受标杆上网电价下调影响，这两年国内风电市场出现了明显的抢装潮，15 年新增风电装机量达到 3075 万千瓦时的高峰，透支之后的装机量。

图 62：每年新增风电装机量（万千瓦时）

图 63：累计风电装机量（万千瓦时）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

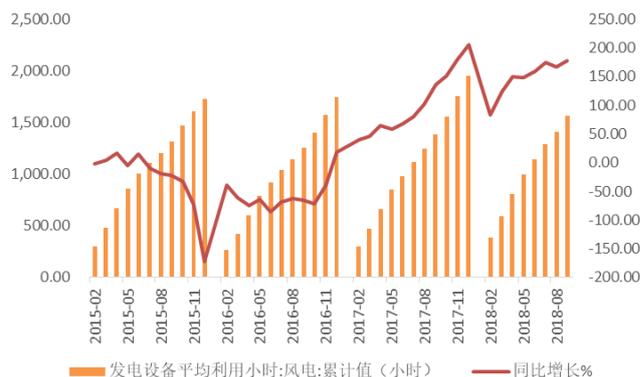
由于 15 年快速增加风电装机量，弃风率由 15%快速提升至 16 年的 17.2%，随着电网建设的加速,各地电网接纳能力有所提升,弃风率开始下降,到 18 年第三季度时下降到 7.7%；同时风电设备利用小时数也在改善,未来有望完成国家电力发展“十三五”规划,在 2020 年实现弃风率 5%及以下的目标。较低的弃风率有望提升风电运营商的建设情绪,同时在电价下降的背景下,每次下调电价都可能成为短期“抢装”的催化剂,中期来看风电行业仍然能保持平稳增长,利好风电叶片及相关玻纤量的需求。

图 64: 风电弃风率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 65: 风力发电设备平均利用小时数及同比



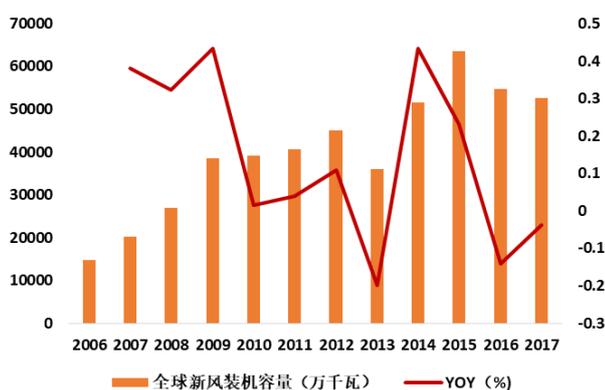
资料来源: wind, 天风证券研究所

政策方面, 18 年以来无论是国家能源局以及地方政府都在积极鼓励风电市场发展, 降低相关企业的成本, 部分地区也明确指出在短期内需要新增的风电装机量, 短期及中长期都为风电叶片的增长提供了政策保障。

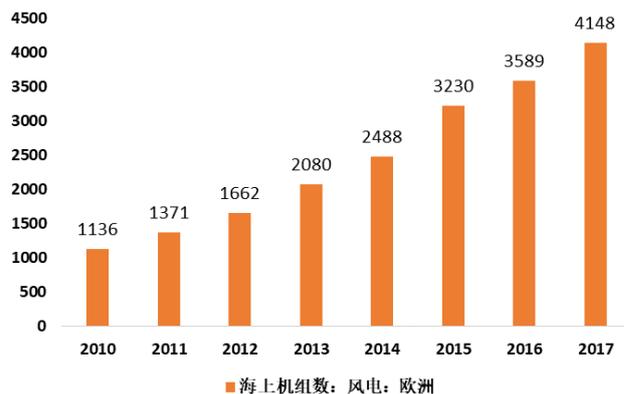
同时我国风电叶片制造商除了开拓国内市场, 也开始在海外市场发展, 因此看全球风电市场依然保持着稳定增长, 近几年全球风电新增装机量都超过了 5 亿瓦时, 同时海外开始把风力发电的重点向海上转移, 海上风力发电具有风力资源丰富、发电利用小时数高、不占用土地、适宜大规模开发等特点, 截至 17 年, 欧洲已经有超过 4 千个海上风电机组, 上升势头不减。随着我国电网配套设施不断完善以及海上风力发电技术的提升, 海上风力发电也有望成为我国风电市场扩展的重要突破点。

图 66: 全球新风装机容量及同比

图 67: 欧洲海上风电机组数 (个)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 5.3.2. 汽车轻量化带动需求

随着环保的要求提升, 汽车减排、节能降耗是当前各大厂商重点攻克的重点, 为了完成以上要求, 一般是通过新能源以及轻量化两种方式来实现, 两者都可以推动玻纤的需求提升。环保部 2016 年 12 月发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》, 拟于 2020 年 7 月 1 日起分步实施。相比于国五标准, 国六的各项排放物限值普遍降低约 40%-50%, 比如一氧化碳 CO 排放量由原来的 1000mg/km 降低至 500mg/kg, 非甲烷烃 NMHC 则由 68mg/km 降低至 35mg/km, 在清洁技术没有大幅突破的情况下, 只有通过降低单位燃油的消耗才能直接降低排污, 对汽车制造企业来说带来了很大的挑战。

表 10: 轻质化材料减重效果与价格比较

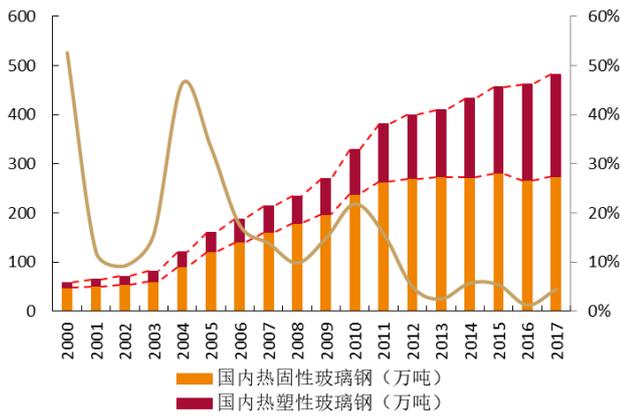
材料	减重效果	价格(美元/磅)
铝合金	35-60%	1
镁合金	40-70%	1.7-2
玻纤复合材料	30-60%	0.5-5
碳纤维材料	50-70%	6-10

资料来源: 玻纤情报网, 天风证券研究所

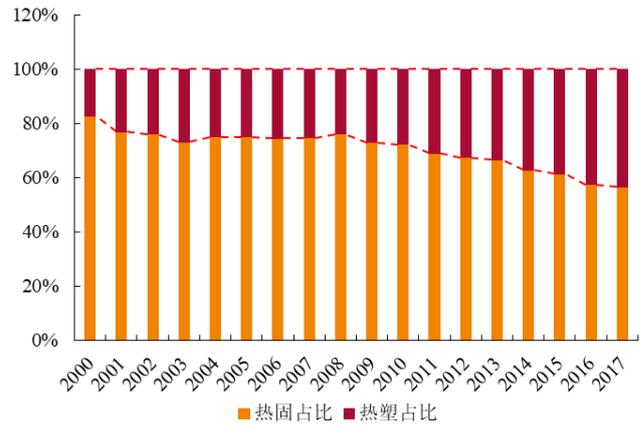
利用玻纤制造的复合材料具有高强度、低密度、耐腐蚀的特点, 能有效替代钢材, 从而降低汽车的整体重量。与其他复合材料相比, 成本是最大优势, 在实际应用中玻纤复合材料很好地平衡了性能与成本之间的关系, 可以减轻零部件约 40% 的重量, 是汽车轻量化过程中的首选材料。目前汽车轻量化运用的产品主要是玻璃钢制品, 根据树脂类型的不同可以分为玻纤增强热塑性复合材料和热固性复合材料; 其中热塑性复材具有成型周期短、抗冲击强度高、环保性能优越的特点由于热固性复合材料, 热塑性复合材料高速发展, 在玻纤增强复材中的渗透率不断提升。

图 68: 玻璃钢产量及其增速

图 69: 热塑占比不断提升



资料来源: wind, 天风证券研究所

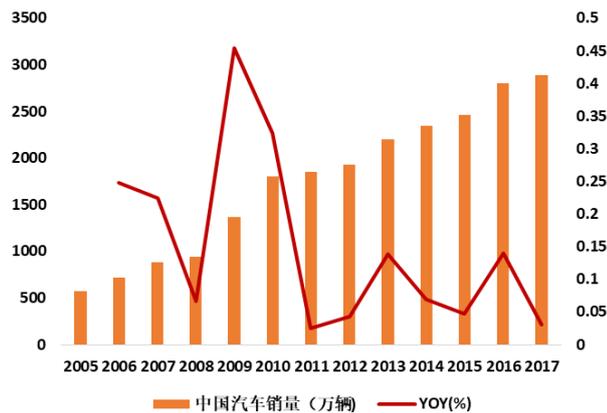


资料来源: wind, 天风证券研究所

除了我国传统汽车市场近年来复苏,保持稳定增长,新能源汽车成为汽车领域增速较快的细分产品,截至 18 年 10 月,我国共生产新能源汽车 92.5 万台,同比增长 54.4%。然而新能源汽车的普及率仍然比较低,主要受制于现阶段电池技术不完善,高端电池制造成本过高等原因,导致行驶里程偏短。对新能源汽车而言,汽车轻量化可以有效增加运行里程,减少电池损耗,提高新能源汽车的渗透率。所以无论传统汽车还是新能源汽车都继续扩大轻量化改造,我国复合材料应用比例低于国外,长期看具备较大的上升空间。

图 70: 我国汽车销量及同比

图 71: 我国新能源汽车产量及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

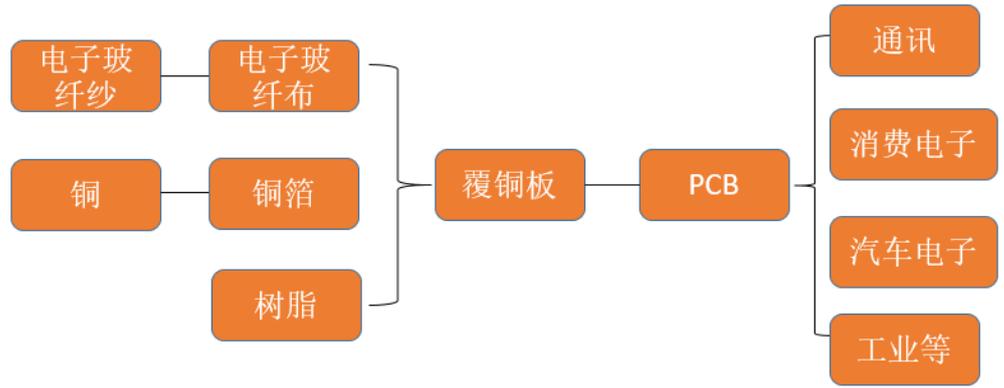


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 5.3.3. PCB 稳步增长, 电子纱用量提升

玻纤中的高端产品电子纱是玻纤基覆铜板的重要原材料,而覆铜板占印刷电路板 PCB 成本的 40%,PCB 下游运用广泛,涉及消费电子、汽车电子、网络通讯等多种电子领域,可以运用在手机、家电、GPS 导航、汽车音响、仪表盘、汽车传感器、通讯背板、通讯基站天线等设备中。

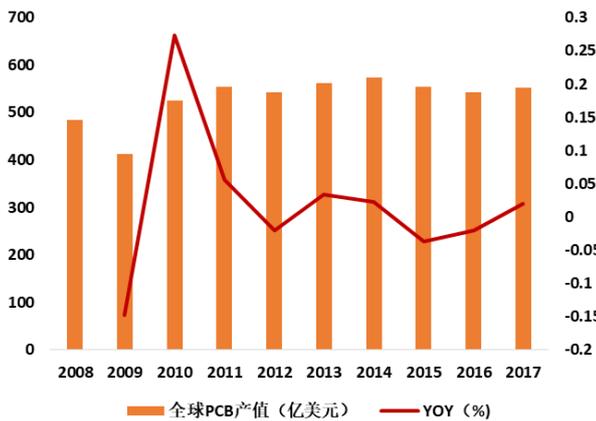
图 72: 玻纤纱产业链



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

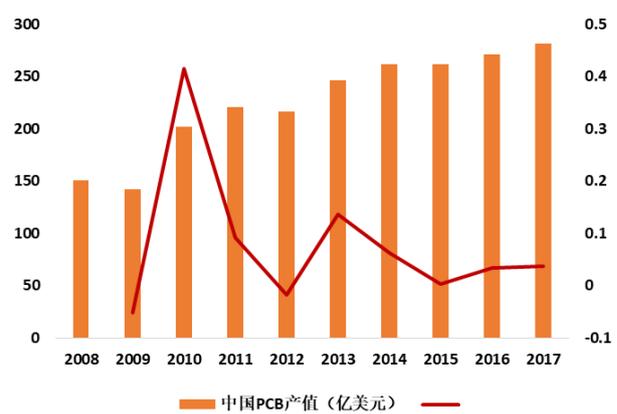
随着全球电子、通讯等产业的不断成熟，PCB 近几年也保持着稳定增长，17 年全球实现 PCB 板产值约 553 亿美元，我国作为 PCB 产能最大区域，实现产值 281 亿美元，占比超过 50%，未来有望继续维持在一半以上的市场份额。

图 73：全球 PCB 产值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

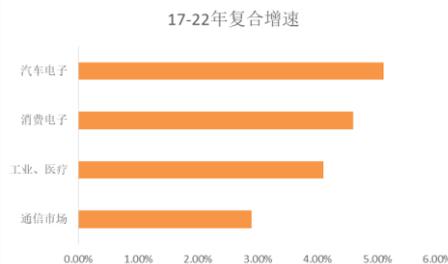
图 74：我国 PCB 产值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

PCB 下游子行业未来有望保持增长：1) 通讯市场方面，基站、路由器、交换机等是 PCB 的重要运用，尤其是 5G 逐步商业化运作需要建立大量 5G 基站，未来有望进入 5G 基站的建设高峰期；2) 消费电子方面，主要是得益于手机、平板等便携式设备的快速增长，虽然手机增长遇到了瓶颈，但是 AR、VR、可穿戴设备等技术的普及，未来创新型电子消费品层出不穷，电子消费市场规模有望继续扩大；3) 当前汽车生产已经不能满足汽车性能的提升，而是在于乘车体验及安全的升级，因此汽车电子的渗透有所提升；4) 工业、医疗领域出现了工业机器人、高端医疗设备等新产品，为 PCB 打开新的市场。

图 75：PCB 下游子行业增速预计



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

因此长期来看，玻纤的需求具有可持续增长性；短期来看，18-19 年行业供给有阶段性增加，消化新增产能可能会导致玻纤价格的波动。

#### 5.4. 投资建议

玻纤价格是企业盈利的关键，也是市场判断行业景气的重要标志，短期来看，行业内出现了产能扩张，短期内玻纤价格可能会收到抑制，长期来看玻纤下游分散，各个行业的渗透率逐步提升，有望保持稳定增长，在产能逐步消化之后玻纤价格可能迎来反转。因此我们预计 2019 年玻纤价格将会承压，具有成本、产品结构优势的龙头企业将加快赶超步伐，短期内可以通过量的弹性来弥补价格下跌的不足，因此长期看好中国巨石，估值较低且有边际改善的中材科技，以及业绩环比改善的长海股份。

注：长海股份为建材组与化工组联合覆盖。

##### 5.4.1. 中国巨石

中国巨石作为全球玻纤龙头，竞争优势拔群。玻纤行业发展前景十分广阔，长期看需求空间依然很大。近年来玻纤需求伴随下游风电材料、热塑材料、电子制品等领域的发展，整体需求和行业景气程度持续提升。公司作为行业龙头，生产规模优势明显，此外，公司在大型池窑方面具备自主设计建设能力，单线产能、生产工艺配方方面竞争优势强劲。产品方面精益求精，公司 E7 产品经过数年培育发展，销量逐年递增实现翻番；E8 产品实现了在万吨级池窑上的高效生产，突破了行业在高模量玻璃池窑生产方面的技术瓶颈，实现了玻璃配方领域对竞争对手的全面超越；E9 产品目前正在按计划研制。未来公司有望进一步巩固其在国内市场的领先地位，同时将会逐步走向世界，成为具有国际竞争力的玻纤及制品行业的领军企业。

公司 2018 年二季度、三季度均有增量产能释放，公司年内收入平稳增长，下游需求较好，整体盈利变动与收入变动大体一致。公司技改扩产及新增产能规模效应明显好于行业平均水平。报告期末公司在建工程较 2017 年末同增 112.38%，公司新一轮高质量的产能扩张正在进行，原纱、电子纱、电子布项目建设稳步前行，海外在已建成埃及基地的基础上美国、印度基地也将逐步推进，后续公司产品结构的高端化和多元化以及产能布局的国际化程度都将进一步提升。整体来看，公司产品结构不断趋向高端化，工艺升级、技术革新所带来的成本优势愈发稳固，即使行业部分产品价格面临一定压力，公司长期发展前景依然看好。

**盈利预测：**我们预计公司 2018-2019 年归母净利润分别为 25.77 亿、30.40 亿元，按照最新股本对应 EPS 分别为 0.74 元、0.87 元，按 12 月 19 日收盘价计算，对应 PE 为 13.99X、11.90X，维持“增持”评级。

**风险提示：**玻纤价格大幅下降，公司海外项目进展不及预期

##### 5.4.2. 中材科技

中材科技旗下泰山玻纤产能仅次巨石，同样具有规模优势，也在逐步提高先进产能比例；其他业务方面在风电叶片市场需求的增加及大型号叶片工艺技术的改进下，叶片销量持续改善；锂电隔膜良率逐步攀升，有望成为第三大核心产业。

公司也公告了与金风科技有关巴拿马项目争议的进展公告，仲裁赔偿损失将由金风科技和中材科技共同承担，并且协定中材科技免除相关责任，同时，双方的战略合作仍将继续推进。从仲裁结果来看，赔偿金额低于预期，并且公司已经于 2017 年计提了预计负债 5731.35 万元，对本年度业绩影响程度较预期降低；同时公司同金风科技合作继续推进，也体现出双方对未来合作前景的信心。

**盈利预测：**我们预计公司 2018 年、2019 年的归母净利润分别为 8.13 亿元、12.08 亿元，EPS 分别为 0.63 元、0.94 元，按 12 月 19 日收盘价计算，对应 PE 分别为 13.71X、9.19X，“买入”评级

**风险提示：**全球玻纤需求出现大幅下滑，风电装机、锂电盈利不及预期；与金风科技合作再次出现争议。

### 5.4.3. 长海股份

我们认为长海股份随着公司新产能的逐步释放，预计公司 2018 年下半年开始盈利有望开始正向增长，公司扩产的玻纤产能的稳定运行将使得公司原纱总体生产成本有所降低，同时，公司未来热塑性复合材料的投产、树脂产能的提升以及未来潜在的玻纤产业链新品的开发和拓展，有望为公司带来持续稳定的成长潜力。

公司通过自建、扩产、并购玻纤产业链资产，减少对外购原材料的依赖，对冲原料波动成本，同时延伸产业链，有望熨平单一产品盈利周期波动的影响，即使原纱价格出现波动，公司毛利率也能够保持稳定，考虑到 2018 年、2019 年原纱产能投放较多，我们认为普通粗纱的价格或将面临一定的压力，而长海股份从原纱、树脂到玻纤制品的上下游布局将有助于公司维持稳定的盈利水平。公司单季度盈利从 2018 年 Q2 开始转正，我们认为公司盈利的增长具有一定的可持续性。

**盈利预测：**截止 11 月 1 日，我们预计公司 2018 年、2019 年的收入分别为 23.54 亿元、31.34 亿元，归母净利分别为 2.73 亿元、3.40 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.80 元，对应 PE 分别为 11.77X、9.44X，根据 2018 年 Wind 一致预期，玻璃纤维行业可比公司当前的平均 PE 为 15.17 倍，考虑到公司的成长性，出于谨慎考虑，给予公司 2018 年 15 倍 PE，目标价 9.6 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**新产品投放不及预期；汇率大幅波动影响公司利润；社保或公积金追缴或罚款影响公司利润

## 6. 成长建材存在结构性机会

不同主业的建材企业位于房地产建设周期的不同阶段，水泥、钢材、混凝土等材料作为房屋主体建设材料，主要在地产动工、开工阶段使用，玻璃、防水卷材等在地产主体建设完工之后，作为主体外封装材料，而伟星、北新、蒙娜丽莎等装修类消费建材，在地产竣工之后，视全装修与否需求主体不同。从指标上观测，根据大部分消费建材功能及其在地产建设周期所处时点，我们判断其需求主要受到房地产的竣工情况的影响。

图 76：地产施工周期所需建材及其相关标的

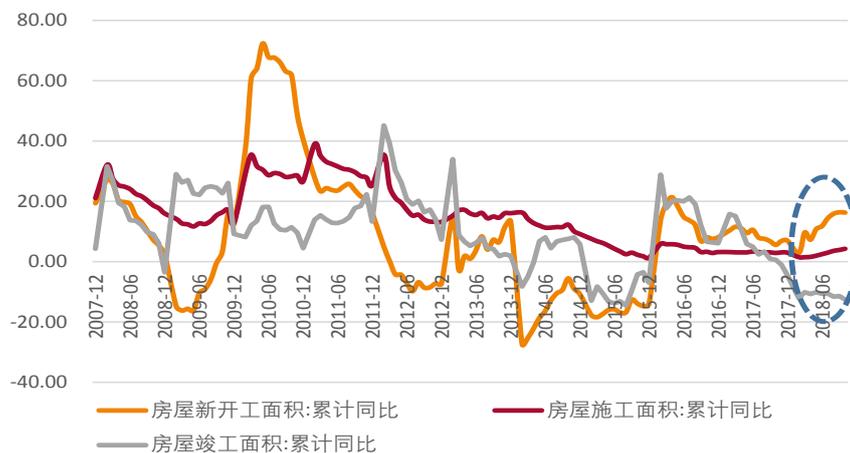


资料来源：天风证券研究所

### 6.1. 需求整体存在边际下行压力

近期房地产数据有部分指标出现了“异常”的波动，尤其从 2018 年开始，房地产新开工、施工、竣工的数据出现了较为明显的“背离”情形，新开工数据保持较快的增速，反观施工和竣工数据，整体增速水平明显弱于新开工数据的增速。

图 77：房屋新开工、施工竣工面积累计增速 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

市场较为认同的解释主要基于本轮地产政策收紧过程中房企推行的“高周转”经营策略，多拿地、快开工、快预售、快回款、慢施工，在当前的情形下，有观点认为当前时点“赶竣工”正在酝酿，理由如下：

一、现行预售制度下期房销售比例增加，期房销售增速 2017、2018 年保持较好增长，即便按照两年的交房时限计算，2019 年将会迎来期房交付的高峰期，带动竣工量的回升。

二、施工面积的稳步回升终将转化为竣工面积的增速回暖，竣工面积增速从 2017 年 11 月开始已经连续 11 个月负增长，施工、竣工的转化迟早会到来。

图 78：商品房销售面积增速：累计同比和单月同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 79：房屋施工面积和竣工面积同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

即便如此，“抢竣工”就一定会出现吗？我们认为还需要进行进一步的讨论，首先要讨论是否会出现抢竣工的情形，其次要讨论如果出现竣工回升其持续性将会如何。

竣工的回升我们判断大概率会在接下来的一段时间出现，部分期房交付时间的临近和自然工期的延续会使得竣工数据较目前有所改善；我们之后要讨论竣工数据回升的可持续性。

多项房地产数据历史上或许存在着较为明显的相关关系，或是领先指标，或是同步指标，但是随着近年来宏观政策、房企商业模式的变化，部分指标的相关关系出现了一定程度的失灵。然而，从房企自身经营的角度而言，有一项指标的相关关系确定性更强，就是**房企拿地和新开工的关系**，土地购置费作为房企投资的重要开支，其**增速趋势同房屋新开工面积增速的趋势或是同步指标或是领先指标**，后续施工的进度收到多种因素的影响，包括房企资金情况、对未来房价和销售情况的预期、对政策的走向预期等。

图 80：土地购置费累计同比与房屋新开工面积累计同比（%）



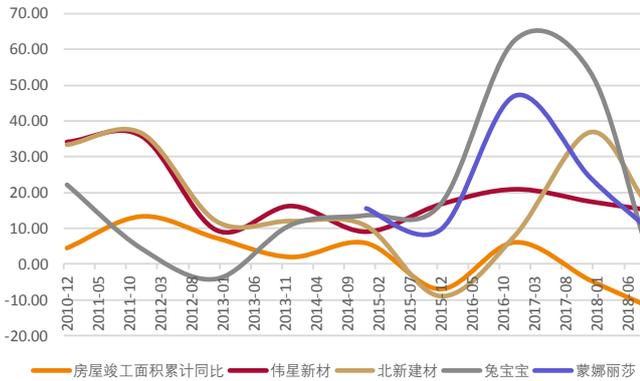
资料来源：wind，天风证券研究所

从月度数据来看，土地购置费累计同比数据在 2018 年 6 月达到同增 74.4% 的高位，最近几个月整体呈现下滑趋势，房屋新开工面积增速近几个月也陆续放缓，考虑到当前时点房企投资的首要动机是快速实现销售回款，房屋“抢开工”环节进入尾声后，开工的增速也将趋于回落，在当前房地产企业销售趋弱、资金压力偏大的背景下，房企销售回款完成后的进一步投资的能力和意愿也将有所趋弱。因此我们认为竣工数据即使出现回暖也将只是大概率的阶段性反弹，大的趋势依然向下，期待政策端变化带来的预期改善。

在建材行业中，我们选取了以伟星、北新、蒙娜丽莎、兔宝宝为代表的消费建材企业，对比 10 年以来的销售收入增速与竣工面积增速之间的相关性发现：总体趋势上，各公司历年营收与地产竣工增速波动一致性极高，视公司、产品特点波动性有所放大或平缓。从单季数据来看，2018 年前三季度竣工面积同比增速在 -10% 以下盘亘，受竣工增速低位的影

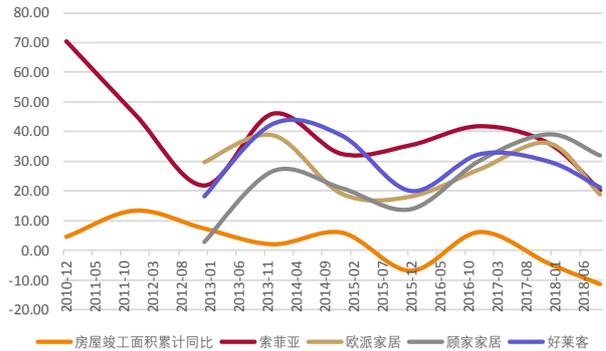
响，公司营收同比增速有所下滑，部分家具公司的营收波动也具有相似特征。

图 81: 部分消费建材上市公司营收增速与房屋竣工面积增速之间相关性极高 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (均为累计数据)

图 82: 部分家居行业公司营收也呈现出较高的相关性 (%)



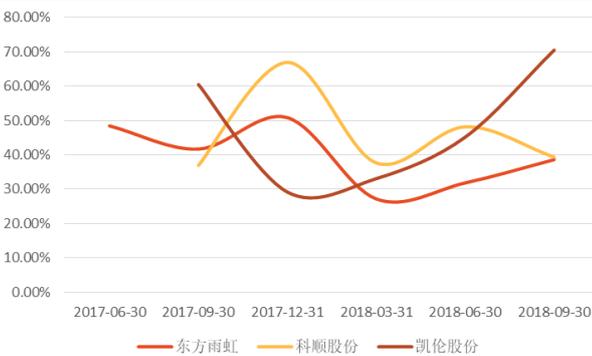
资料来源: Wind, 天风证券研究所 (均为累计数据)

## 6.2. 部分行业具有较强内生增长动能

多数建材细分行业的需求同房地产行业的运行情况有较强的相关性，在房地产行业整体趋势向下的过程中，将会对后地产周期的建材行业的需求产生负面影响。不过我们同时应当注意到的是，部分建材细分行业具有较强的内生增长动能，使得部分公司仍然具有较好的成长性，值得我们重点关注。

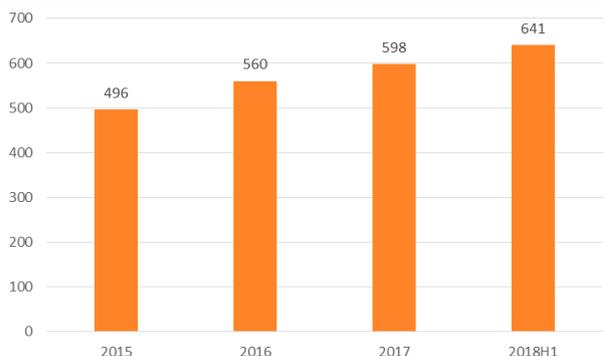
防水行业在建材行业中较为传统的一个细分行业，行业需求增速保持相对平稳的增长，然而从行业中上市公司经营业绩的表现上来看，包括东方雨虹、科顺股份、凯伦股份在内的公司都有非常亮眼的收入表现，收入增速整体保持在 30%以上，其中东方雨虹和凯伦股份 2018 年三季度收入增速还实现了环比提升，实属难得。

图 83: 雨虹、科顺、凯伦近六个季度单季度营收同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 84: 防水行业规模以上企业数量 (个)



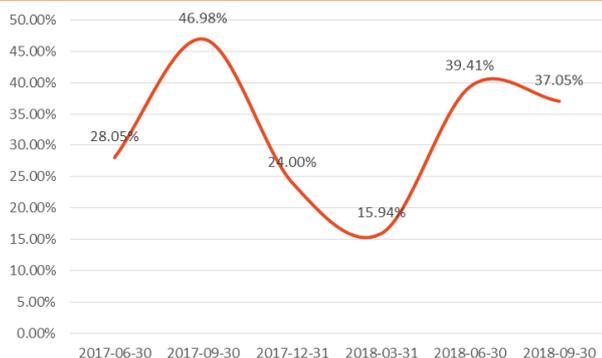
资料来源: 中国建筑防水协会, 天风证券研究所

我们认为防水行业在近几年房地产龙头企业集中度提升、落后产能退出、国标产品替代非标产品等趋势的影响下，市场集中度正在加速提升，对于行业领军企业来说其有效市场空间正在逐步扩大。

涂料行业上市公司三棵树、亚士创能的收入增速亦有不俗表现，相较于石膏板行业、防水行业、管材行业等建材细分行业，涂料行业的市场集中度还有非常大的提升空间，龙头企业的内生增长动能较强。

图 85: 三棵树近六个季度单季度营收同比

图 86: 亚士创能近五个季度单季度营收同比



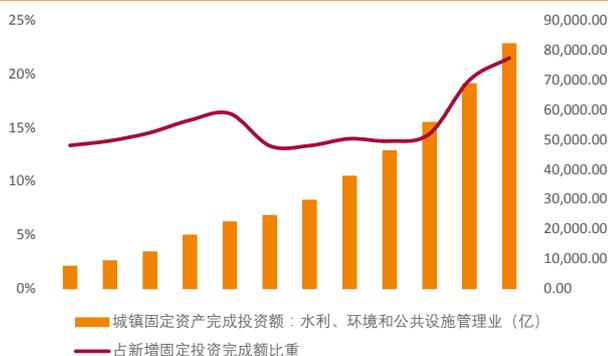
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

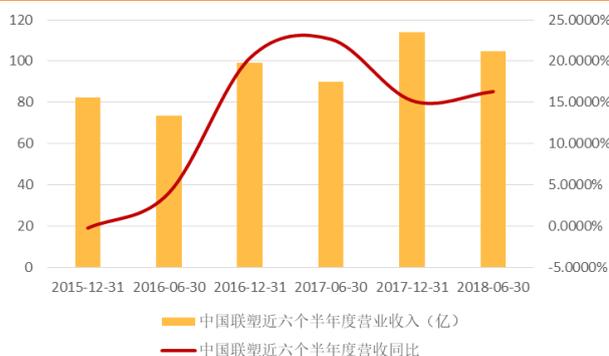
塑料管材行业整体正在经历需求结构的调整与变化, 市政工程与农村建设有望为行业需求带来新的增量, 从固定资产投资的结构来看, 水利、环境和公共设施固定资产投资完成额占总体固定资产投资完成额的比重整体呈现出不断上升的趋势, 利好塑料管材的需求。从行业龙头中国联塑的业绩表现来看, 中国联塑 2018H1 的收入增速环比略有提升。

图 87: 水利、环境和公共设施业固投完成额及占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 88: 中国联塑近六个半年度营收及同比

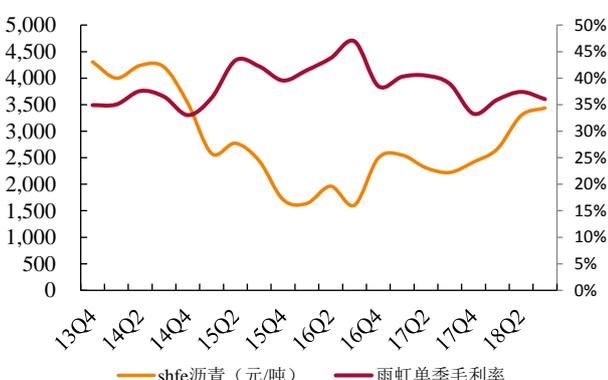


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 6.3. 防水行业: 推荐东方雨虹, 关注科顺股份

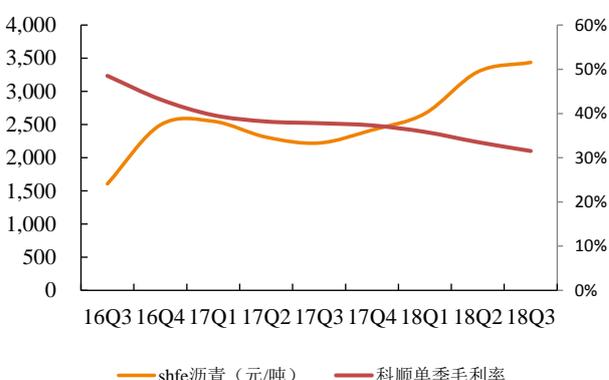
对于防水行业而言, 沥青作为原材料, 其价格的波动会直接影响企业的生产成本。以上市公司东方雨虹和科顺股份为例, 其毛利率同沥青价格具有较为明显的反向相关关系。

图 89: 东方雨虹单季度毛利率与沥青价格



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 90: 科顺股份单季度毛利率与沥青价格

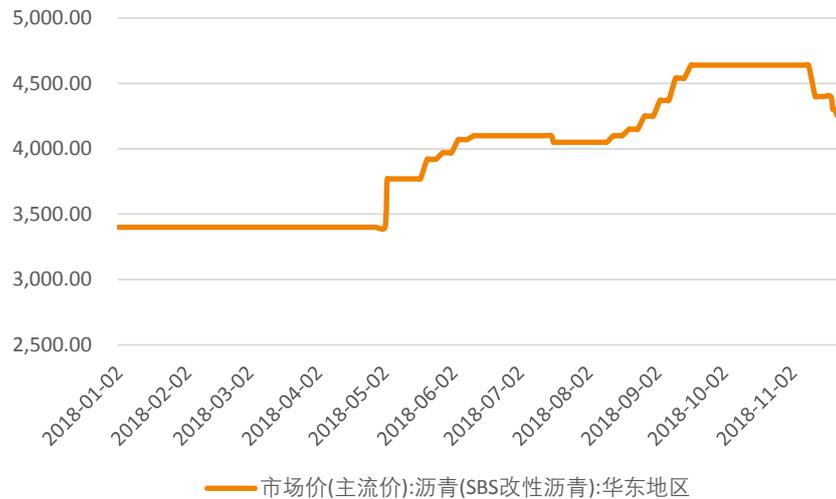


资料来源: wind, 天风证券研究所

近期沥青价格伴随油价整体有所回落, 对于防水企业而言成本压力将会有所降低, 如果未

来沥青价格中枢下行，将会利好防水企业盈利。

图 91：华东地区改性沥青价格变动情况（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

建议重点关注东方雨虹：

(1) 工程端优势明显，受益地产集中度提升

东方雨虹在房地产客户资源方面具备优势，与万科等多家地产商签订战略合作协议并获得认可，在建筑防水材料的供应方面建立了长期稳定的合作伙伴关系。随地产集中度提升，防水行业优胜劣汰，集中度也将随之提升，公司作为行业龙头市占率有望进一步扩大。

(2) 成本端压力逐步传导，盈利拐点渐近

面对成本端压力，防水行业二季度纷纷实施提价举措，对于公司而言，民建渠道及工程渠道提价也已落实，提价效果会逐步在单季报表端已有所体现，有效覆盖部分成本。且公司本期原料储备充足（预付期末余额增加 85%），部分对冲原材料单边上漲风险，直销客户的提价或降价有一定的滞后性，期待公司 2019 年上半年直销客户成本传导的实现。

(3) 组织架构全新整合，期待管理效率升级

公司于 2018 年 10 月 31 日在官网公布了《关于组织变革的决定》，原“1+6”事业群调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司（新市场培育）。工程建材集团划分为北方区、华东区、华南区三大区，以“有序发展事业合伙人，高质量发展直销业务”为原则，深度融合原工程渠道和工程直销渠道。我们认为公司此举有助于进一步提升公司的渠道管控效率，期待未来经营质量的进一步提升。

**盈利预测：**考虑到防水行业原材料价格在三季度继续上升，我们预计公司 2018 年、2019 年的归母净利润分别为 16.04 亿元、22.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.07 元、1.48 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上涨，应收账款坏账率大幅提升。

同时关注科顺股份：

科顺股份是弹性品种，防水业务占总营收比重较东方雨虹更大，受原材料价格波动影响更明显，如果 2019 年沥青成本显著下跌，公司的盈利弹性将会更大。我们预计公司 2018 年、2019 年的归母净利润分别为 2.29 亿元、3.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.38 元、0.57 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料沥青价格大幅上升，应收账款坏账率大幅提升。

## 6.4. 管材：关注伟星新材

### (1) 市占率有待进一步提升

**百亿行业空间，龙头市占率有待进一步提升。**根据中国涂料工业协会统计，2017 年全国塑料管道产量 1522 万吨，建筑给水占比 7.2%（中国产业信息网），推测 110 万吨建筑给水塑料管道用量。其中 PPR 占比 60%，推测 PPR 用量 66 万吨，对应 132 亿元。如果按 PP 口径占比 10%计算，对应 152 万吨用量，PP 中 PPR 占比 50-80%，则 76-122 万吨，对应 152-243 亿元。2017 年伟星 PPR 管材管件收入为 22 亿元，则市占率最多对应 14%，继续看好龙头市占率提升空间。

### (2) 零售基因注定成长

在具体经营模式中，面对行业增速放缓，主导逻辑不再是类周期品的建厂、扩产形成规模优势、成本优势，也不是“价格战”“渠道建设”抢份额模式——公司经营更应侧重消费人群变化、品牌定位、设计能力。

图 92：伟星新材提供全国试压服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 93：伟星新材星管家服务树立品牌形象



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### (3) 品牌力护城，我们提出 6 个关注点：

- ①公司 PPR 产品除铜配件价格有变动外，近两年未对 PPR 塑料管出厂价作出主动调整，而今年受到原材料波动压力、外汇压力影响，不排除价格上调可能性。
- ②需求有望得到支撑，房屋竣工面积增速在滞后新开工面积增速后，有望触底反弹，装修需求改善。
- ③截至三季度末短、长期借款余额为 0，现金流健康，以及高分红比例等特点受到外资青睐。
- ④从估值角度看，伟星分红比例、投资回报、毛利率等可比海天味业，公司估值有望同步对标。
- ⑤PPR 非核心市场增速加快，今年新增经销网点新增较快，渠道拓展进程保持。
- ⑥工程业务与新晋涂料业务增速较为可观，未来发展空间较大。

## 6.5. 石膏板：关注北新建材

### 需求空间继续上探

产品性能拓展应用纵深，石膏板产品在隔墙领域和住宅领域的拓展空间极大，同时现有政策鼓励新型墙体材料的应用和装配式建筑的发展，石膏板的应用还有进一步提升的空间。石膏板在国内主要用于吊顶的装修工程中。从产品应用占比来看，我国石膏板用于吊顶装饰装修占比超过 70%，用于隔墙体系只有不足 30%，国内隔墙材料仍以黏土砖等传统材料

为主。反观欧美发达国家市场，石膏板主要用于建筑隔墙领域，占比约 80%，用于吊顶装饰装修占比不足 20%。对标欧美，石膏板在隔墙市场的渗透率存在较大提升空间。同时，当下政策大力推广的装配式建筑也将成为石膏板产品推广的有利因素，石膏板作为钢结构建筑的重要墙体材料，有望进一步扩大石膏板需求。雄安新区作为国家重点部署战略建设，有望成为装配式建筑重点推广区域，从而有望带来可观的石膏板需求。

### 北新建材：具备长期投资价值

#### (1) 产能扩张稳步推进，市场地位持续提升

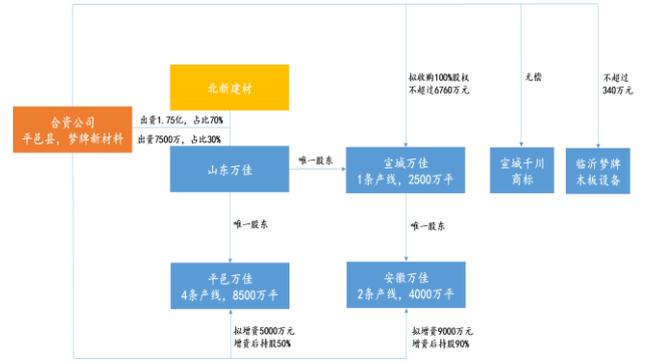
根据石膏板 30 亿平方米产能布局规划，上半年泰山石膏启动在河北承德、山东菏泽、安徽亳州、山西忻州的共 4 条石膏板生产线的投资建设；同时公司公告与山东万佳建设设立合资公司，合资公司将最终拥有 1.9 亿平方米的石膏板产能；此外，公司在坦桑尼亚海外项目也在顺利推进，报告期内该项对外投资已完成部分相关政府部分审批，前期工作正在有序推进。我们认为公司将来市占率仍然具备提升潜力，供给端有望进一步出清。一方面，公司计划扩产至 30 亿平米，新设及并购并举，同时公司已启动全球化产业布局。另一方面，落后产能在环保趋严的形势下有望逐步退出，利好公司进一步提升市场份额。

图 94：公司石膏板产能不断增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 95：北新建材收购、增资图示



资料来源：公司公告，天风证券研究所

行业保持增长，长期看具备“量”逻辑。产品性能拓展应用纵深，石膏板产品在隔墙领域和住宅领域的拓展空间极大，同时现有政策鼓励新型墙体材料的应用和装配式建筑的发展，石膏板的应用还有进一步提升的空间。成本优势继续凸显，提高公司盈利中枢。一方面，公司抢先布局高性价比的稀缺资源脱硫石膏，另一方面，生产效率领先进一步增强竞争优势。同时，行业环保升级有望持续利好成本更低、环保标准更高的大企业。

#### (2) 行业有序演进，公司具备长期投资价值

成本优势继续凸显，提高公司盈利中枢。一方面，公司抢先布局高性价比的稀缺资源脱硫石膏，另一方面，生产效率领先进一步增强竞争优势。同时，行业环保升级带来正面影响，逻辑上小厂在设备、管理等方面处于劣势，同样是烧煤可能出现生产过程不环保导致排污不可控，或者产成品环保不过关，因此会被要求替换为成本更高的天然气。而大企业因为环保过关仍然可以沿用燃煤动力，获得成本优势。即使部分产线要求改造为天然气，还可以通过原材料成本优势、生产规模优势等进行平衡。如果环保整治过程带来阶段性小厂关停或者长期退出，更加直接有利大企业。

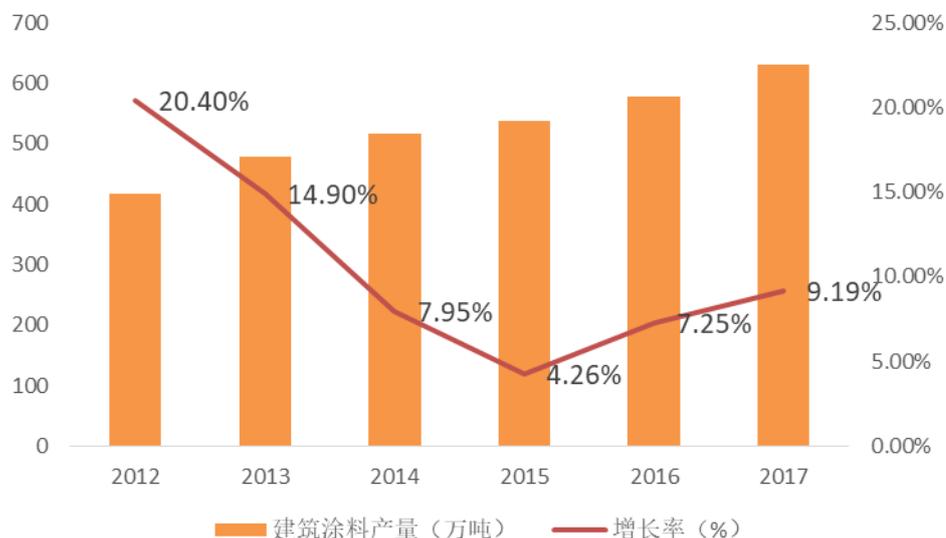
北新基地分布广、产能大，我们认为公司在和大型地产商合作方面，具有显著的规模优势。

### 6.6. 建筑涂料：关注三棵树

建筑涂料的使用一般是在竣工的最后一环，因此涂料的需求量与房地产竣工面积数据相关。根据国家统计局数据显示，2018 年前 10 月房屋竣工面积累计同比下滑 12.5%，直观来看，需求情况不容乐观。但是根据中国涂料工业协会数据显示，近几年我国建筑涂料产量增速保持稳定增长，2017 年达到 9.19%，与竣工数据背离。我们认为涂料行业的整体需求不弱，首先是协会主要统计规模以上企业数据，随着环保加强，小企业淘汰，规模以上企业也在

不断提升市场份额，大企业都保持一定增长；其次我国既有建筑面积庞大，无论内外墙都有翻新需求；最后农村需求开始起色，农村消费水平提升后首先改善的是刚性住房需求，从而带动涂料需求。

图 96：建筑涂料产量及增速



资料来源：中国涂料工业协会，天风证券研究所

建筑涂料门槛较低，小企业较多，根据协会数据统计 2016 年行业 CR10 仅为 14.5%，集中度较低。随着近年来环保力度加大以及消费者对健康关注度的提升，在环保部等部门的推广下，与涂料相关的政策及法规推出，其中加强对水性涂料、粉磨涂料等绿色涂料的推广，高污染小企业缺乏科研能力，逐步退出市场，环保达标的大企业集中度有望提升。

表 11：2015 年以来涂料相关政策及法律法规

颁布时间	法律法规和政策名称	颁布单位	法律法规和政策相关内容
2015 年 8 月	《中华人民共和国大气污染防治法》	全国人大常委会	制定涂料等含挥发性有机物的产品质量标准
2016 年 6 月	《国家危险废物名录》	环保部	水性涂料生产和使用过程中产生的废物将不被列为危险废物
2016 年 7 月	《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	工信部、财政部	重点推广水性涂料、粉末涂料、高固体分涂料、无溶剂涂料、辐射固化涂料(UV 涂料)等绿色涂料
2017 年 9 月	《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》	环保部	2020 年全国工业涂装 VOC 排放量减 20%以上，重点地区减 30%以上
2018 年 1 月	《环境保护综合名录(2017 年版)》	环保部	列出“高污染、高环境风险”产品名录；新增涂料行业五类产品为“双高”产品

资料来源：环保部、工信部等政府部门，天风证券研究所

我国现阶段存量建筑面积较大，统计局公布 2017 年我国人均住房面积约 40.8 平方米，我国人口在 17 年末约为 13 亿 9008 万人，粗略估计我国既有住房面积约 567 亿平方米，考虑到每 10-15 年翻新一次，整体翻新需求保持稳定，加上每年新增的竣工面积以及公共建筑面积等，每年的翻新需求不可小觑。因此整体来看，建筑涂料在房地产行业出现下滑的同时有望保持稳定增长，尤其是产品多样、质量达标、渠道完整的龙头企业会强者更强。

### 投资建议：

**三棵树：**(1) 绑定地产大客户，工程端增势喜人

近年来公司大力开发工程端市场，与包括恒大等多家地产商签署合作协议。根据同时发布的 1-9 月主要经营数据公告显示，工程墙面漆的均价为 5.22 元/千克，同比略降 4.04%，销量同比去年增长 49.09%，为 21.72 万吨，使得销售收入同比增长 45.14%，为 11.34 亿元。长期来看，从半年报里可知公司与国内 10 强地产中的 9 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系，除了与恒大签署了合作协议，与其他地产企业的合作有望进一步深化。短期看，四季度是赶工旺季，工程端业务将大幅放量。家装墙面漆保持稳健增长，实现营收 13.67% 的同比增长，近两年公司正在提升渠道质量，并推广“马上住”业务，长期增长可期。

## (2) 新业务“马上住”带来新动能

零售端存量房二次装修需求占比日益扩大，公司相应推出“马上住”业务，抓住重涂市场的机会，随着订单放量，C 端增速有望提高。公司发轫于三四线城市，在低线城市有着深厚的群众基础，长期通过在低线城市的新品释放，获得不错的反响后有望借助现有渠道向工程端过渡，带来放量。

**投资建议：**我们预计 18-19 年实现营收 34.74、46.41 亿元，归母净利 2.51 亿元、3.47 亿元，EPS 为 1.89、2.61 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格增加，房地产需求下降，经销商及地产大客户拓不及预期。

## 6.7. 瓷砖行业：关注帝欧家居

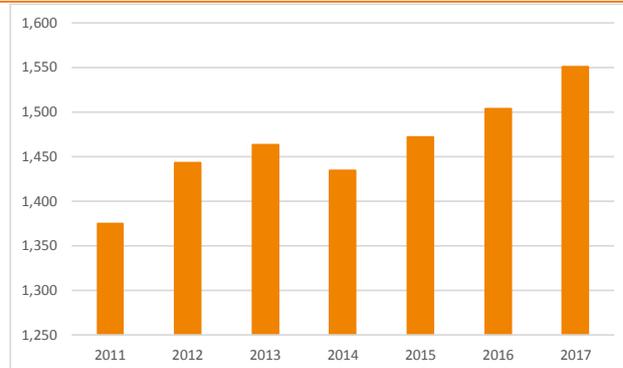
**五千亿市场规模，短期内增速较平稳。**根据建筑卫生陶瓷协会的统计，2017 年中国建筑卫生陶瓷协会年会也披露“2017 年前 8 月规模以上建陶企业实现营业收入超过 3000 亿，同比增速 4.5%”，我国规模以上建筑陶瓷企业数目从 2011 年的 1375 家增加到 2017 年的 1551 家，规模以上陶企主营业务收入从 3170 亿元增长到 4163 亿元，年复合增长率约 4%，随陶瓷行业产能阶段性过剩，暂时需求受住房成交萎缩抑制，对比 16 年住房交易市场火爆的时期，我们估计我国建陶行业市场容量在 5000 亿左右，短期内需求增速较平稳。

图 97：规模以上建筑陶瓷企业营收（亿元）及同比



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 98：行业建筑陶瓷企业数量（家）

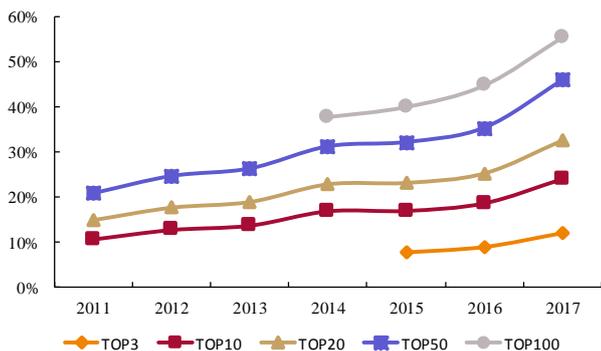


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

集中度提升大势所趋，B 端加速带动龙头扩张

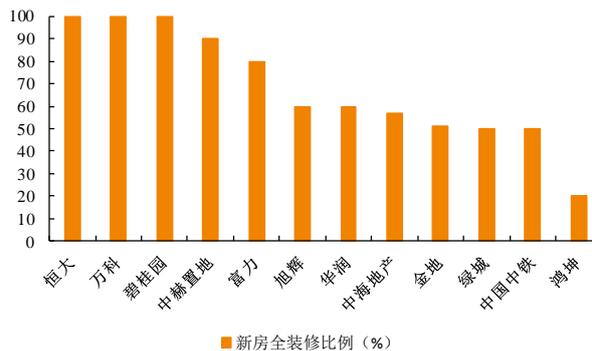
**地产集中度提升叠加全装修政策推行，催化行业集中度提升。**近来房地产行业企业集中度不断提升，随全装修要求逐渐落实，直接影响下游行业集中度提升。同时随全装修政策推广执行，单家企业的全装修业务量也在快速提升。国内排名靠前的几家大企业，全装修比例基本在 50% 以上，根据产业信息网 2017 年的 TOP3 房企——恒大、万科、碧桂园全装修比例几乎都已达到 100%，预计直接推动建陶企业集中度提升。**环保趋严，环标加码，小产线面临淘汰境地。**

图 99：前 100%房企市销售额占率不断提升



资料来源：CRIC，天风证券研究所

图 100：主要地产商全装修比重 (%)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 精选 B 端为主、品牌高端、高周转优秀的建陶龙头帝欧家居

帝欧家居全资子公司欧神诺为建陶龙头。(1) 与多数大型地产商开展深度合作。公司以工程端业务为主，在深化与碧桂园、万科、恒大等客户的现有合作份额基础上还与雅居乐、荣盛等国内大型地产商重新构建战略合作关系，在建筑陶瓷行业受环保、消费升级、品牌等因素影响不断提升集中度的同时，伴随着地产行业集中度提升头部效应加剧，公司工装业务有望更上层楼。

(2) 新品提价策略保持毛利率稳定。欧神诺为国内二线瓷砖品牌，产品定位高端，同时产品的更新换代保持良好势头。欧神诺瓷砖产品已覆盖各种空间、档次以及风格的装修用砖需求，根据公司公告，新产品卡可的诞生将进一步增强企业的品牌高端定位。随着产品结构不断调整，公司产品毛利率有望保持稳定。受益于新品推出带来的产品单价上涨，2018 年 Q1（报表合并）以来公司毛利率稳定提升，虽然三项费用率均有所提升，但净利率处于稳步上升阶段。

(3) 2019 年新产能有望释放，盈利能力具有改善空间。为进一步提升公司产能，广西藤县新建八组年产 5,000 万平方高端墙地砖智能化生产线一期工程（年产 1700-1800 万平方米）将于 2018 年投产，2 期 3 期将于 2 年内全部投产。此外，公司还计划在景德镇建设年产 1300-1400 万平米的生产线，计划于 2019 年投产。两项新建产能建设完成后，预计能满足公司 2~3 年的产能扩张需求。随着公司产能进一步释放，外协采购比重减少，规模效应凸显助力降本增效，将会进一步提升公司盈利能力。

(4) 工装业务带来高周转，盈利能力稳健。合并欧神诺后公司营收、业绩均实现明显增长，三项费用率中保持稳定，毛利率、净利率保持稳定。

图 101：2013 以来公司营收及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 102：2013 以来公司归母净利及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com