

行业研究/中期策略

2019年05月12日

行业评级:

建材 中性 (维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-38472238
chenyalong@htsc.com

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

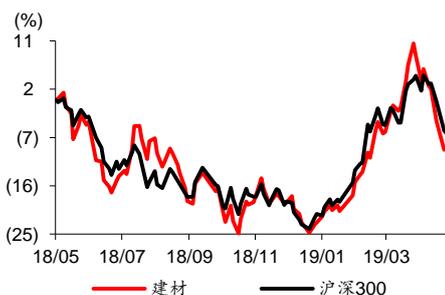
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

李振兴 010-56793969
联系人 li.zhenxing@htsc.com

相关研究

- 1《建材: 基本面强支撑, 旗帜鲜明再推水泥》2019.05
- 2《建材: 18年盈利新高, 19年迎更高质量成长》2019.05
- 3《建材: 行业周报 (第十八周)》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

坚守优质消费建材, 玻纤具长期投资价值

建材行业 2019 年中期策略

坚守优质消费建材标的, 玻纤具长期投资价值

我们认为 2019 年水泥的盈利具有稳定性, 强劲的基本面有望带动 PB 估值的修复。受益于地产竣工改善, 我们看好浮法玻璃价格回升, 同时光伏玻璃供需格局有望改善, 行业有望回暖。玻纤行业虽然受外部环境不确定性及内部新增产能冲击影响景气承压, 但龙头企业技术及成本优势有望长期领跑行业, 当期估值处于历史低位, 具长期投资价值。地产好于预期的背景下, 消费建材龙头市占率持续提升, 建议坚守优质消费建材标的。

水泥: 盈利稳定性提升, 重点关注 19Q3 价格情况

19Q1 需求好于预期, 水泥价量齐升, 据统计局及数字水泥网, 19Q1 全国水泥产量 3.9 亿吨, YoY+9.4%, 水泥均价 445 元/吨, 同比提升 27 元/吨。我们预计检验水泥全年景气的关键时点在 Q3, 全年盈利具稳定性, 个股的高股息率或能维持。当期水泥 ROE 水平对应的 PB 估值被低估, PB 存向上修复空间。推荐冀东水泥、海螺水泥、上峰水泥, 关注祁连山。

玻璃: 浮法玻璃 19 年有望受益于竣工改善, 光伏玻璃行业有望回暖

1) 浮法玻璃: 我们认为随着地产库存持续 3 年的去化, 今年年中竣工面积增速有望触底回升, 叠加 2018 年新开工新一轮增速的上行, 预示着下游将有较大的补库存空间, 浮法玻璃价格有望回升转暖, 推荐旗滨集团, 关注南玻 A 及金晶科技; 2) 光伏玻璃: 我们认为随着供给侧改革和环保约束的不断加力, 光伏玻璃供给端将继续受到限制, 19 年光伏玻璃产量很难实现大幅增长, 同时双玻组件+光伏装机双驱动, 光伏玻璃需求有望回暖, 推动光伏玻璃价格强势回升, 关注亚玛顿及南玻 A。

玻纤: 需求不确定性加剧, 长期推荐中国巨石、中材科技

需求端: 玻纤与全球经济周期相关性高, 按照 OC 预测, 全球玻纤需求增速约为全球 GDP 增速的 1.6 倍, 预测 2019-2020 年玻纤年均需求增速约 5%。但目前欧元区 PMI 已回到荣枯线以下, 贸易摩擦背景下, 需求不确定性加剧。供给端看, 2018 年全球玻纤新增产能 94.5 万吨, 低端产品的价格 18Q4 出现显著下跌。从季度边际新增产能来看, 18Q3-19Q1 是压力最大的几个季度, 预计 18 年大量新增玻纤产能冲击的影响有望在 19 年上半年结束, 2019 年玻纤新增产能总计仅为 37 万吨, 新增产能有限。中国玻纤企业具备全球成本+技术优势, 目前估值处于底部, 长期推荐中国巨石、中材科技。

消费建材: 地产需求好于预期, 龙头市占率提升继续

1) 防水: 预计 2018 年防水行业规模达 1793 亿元, 需求与地产新开工呈正相关, 受品牌效应加强、下游集中度提升、品牌&渠道规模效应加强的影响, 龙头市占率持续提升, 推荐东方雨虹; 2) 建筑陶瓷: 需求触底, 地产竣工有望带动行业回升, 供给侧行业整合加速, 龙头增速显著高于行业, 推荐蒙娜丽莎、帝欧家居; 3) 管材: 塑料管道行业目前集中度仍然较低, B 端龙头中国联塑 2018 年市占率 13%, 在健康需求相对刚性、行业升级、环保等因素驱动下, 行业集中度提升趋势预计仍将持续, 推荐伟星新材; 4) 建筑涂料: 千亿市场, 需求与竣工更相关, 看好长期本土龙头挤占外资份额, 推荐三棵树。

风险提示: 宏观经济下行超预期、原材料涨价超预期等、中美贸易摩擦不确定性等。

正文目录

重点跟踪公司估值表	6
2019 年上半年行情及基本面复盘	7
悲观预期修复，消费建材及水泥股显强势	7
宏观经济复盘及下半年展望：基建复苏在即，地产新开工强韧性	9
水泥：行业景气延续，全年盈利稳定性更佳	12
浮法玻璃：需求增长可期，行业高景气持续	17
中信玻璃指数略输大盘，行业整体处于筑底态势	17
竣工改善直接受益品种，行业景气度有望前低后高	18
房地产竣工需求拐点凸显，下半年玻璃价格或将回升	20
玻璃纯碱价差收窄，下半年有望逐步回升	22
推荐旗滨集团，关注南玻 A 及金晶科技	23
光伏玻璃：需求激增可期，行业有望回暖	24
环保、冷修推动供给收缩，光伏玻璃行业有望持续高景气	24
双玻组件+光伏装机双驱动，光伏玻璃需求有望回暖	26
重视光伏玻璃投资机会，关注亚玛顿、南玻 A	27
玻纤：全球经济不确定性加大，中国企业竞争力凸显	28
长期：需求端与全球经济景气度相关性高，竞争格局稳定	28
短期：18 年下半年新增产能冲击影响预计有望在 19 年上半年结束	31
中国玻纤企业具备全球成本+技术优势，推荐中国巨石、中材科技	32
建筑陶瓷：竣工企稳供给收缩，建筑陶瓷浴火重生	37
建陶需求触底，地产竣工有望带动行业回升	37
供给去产能尾声，龙头企业表现突出	43
防水：需求好于预期，龙头集中度加速提升	46
塑料管材：零售增长稳健彰显高壁垒，工程受益于精装房	49
建筑涂料：行业集中度低，企业成长性好	52

图表目录

图表 1：华泰建材组重点跟踪公司估值表	6
图表 2：2019 年以来 CI 建材指数对沪深 300 指数相对收益	7
图表 3：2019 年以来 CI 建材指数对万得全 A 指数相对收益	7
图表 4：2019 年以来 CI 一级子行业收益	7
图表 5：2019 年以来建材细分行业绝对收益	8
图表 6：2019 年以来建材细分行业超额收益	8
图表 7：2019 年以来主要建材公司绝对收益	8
图表 8：2019 年以来主要建材公司超额收益	8
图表 9：2009 年以来 CI 建材指数 PE(TTM) 估值走势	8
图表 10：2009 年以来 CI 建材指数/沪深 300 指数走势	8
图表 11：2017Q4-2019Q1 建材细分行业单季度净利润增速	9
图表 12：2017 年以来建材四大主要板块 PE(TTM) 估值走势	9
图表 13：2018 年初、三季末、19 年四月末陆股通持有建材股比例（占 A 股）	9
图表 14：2010.2-2019.3 固定资产投资、地产开发投资、狭义基建投资增速	10
图表 15：2011.2-2019.3 全国交通固定资产投资增速	10
图表 16：2011.2-2019.3 分地区交通固定资产投资增速	10
图表 17：2011-2019Q1 房地产开发投资分项增速	11
图表 18：2011-2019Q1 房地产开发投资分项投资额占比	11
图表 19：2010.02-2019.3 全国住宅销售面积累计同比增速	11
图表 20：2010.02-2019.3 全国房地产开发投资额累计同比增速	11

图表 21:	2010.02-2019.3 地产新开工面积累计同比增速	11
图表 22:	2010.02-2019.3 地产竣工面积累计同比增速	11
图表 23:	2016-2019Q1 社融同比增速 (月度)	12
图表 24:	2015-2019Q1M2 累计同比增速 (月度)	12
图表 25:	2011-2019Q1 全国建筑工程及狭义基建投资增速	12
图表 26:	2011-2019Q1 全国水泥产量及增速	12
图表 27:	2012-2019 年 4 月分年度全国重点水泥企业库容比	13
图表 28:	2012-2019 年 4 月全国重点水泥企业库容比	13
图表 29:	2018-2019 年 4 月分年度全国水泥出货率	13
图表 30:	2012-2019 年 4 月全国水泥磨机开工率	13
图表 31:	2019 年各省份水泥产能净增加量	13
图表 32:	2019 年各地区水泥产能净增加量	13
图表 33:	2011-2019Q1 年进口熟料量	14
图表 34:	2011-2019Q1 年进口水泥量	14
图表 35:	19Q1 水泥主要进口国家及地区	14
图表 36:	19Q1 熟料主要进口国家及地区	14
图表 37:	2008-2019 年 4 月分年度全国高标号水泥均价	15
图表 38:	2008-2019 年 4 月全国高标号水泥均价	15
图表 39:	2008-2019 年 4 月分年度全国水泥煤炭价格差	15
图表 40:	2008-2019 年 4 月全国水泥煤炭价格差	15
图表 41:	2018 年华泰建材跟踪水泥公司量价情况	15
图表 42:	2008 年 3 月至今水泥行业 PB-扣非 ROE	16
图表 43:	2019 年初以来中信玻璃指数相对建材指数超额收益	17
图表 44:	2019 年初以来中信玻璃指数相对沪深 300 指数超额收益	17
图表 45:	2019 年初至今浮法玻璃个股涨幅	17
图表 46:	华泰建材组跟踪浮法玻璃企业 2018 及 2019Q1 业绩情况	18
图表 47:	2018 年以来玻璃行业相关供给侧改革政策	18
图表 48:	2010-2019 年 5 月初全国浮法玻璃生产线数量变化情况	19
图表 49:	2010-2019 年 4 月全国浮法玻璃产能变化情况	19
图表 50:	2018 年国内冷修浮法玻璃生产线统计表	19
图表 51:	2010-2019 年 4 月全国主要城市浮法玻璃价格变化趋势	19
图表 52:	2011-2019 年 3 月浮法玻璃生产线开工率	19
图表 53:	2019 年国内冷修/预计冷修浮法玻璃生产线统计表	20
图表 54:	2008-2019 年 1 月全国浮法玻璃销量情况 (当月值)	20
图表 55:	2011 年后玻璃产量增速趋于平缓, 对应地产增速的整体下滑	21
图表 56:	2015.2 浮法玻璃销量增速有所反弹, 但整体疲弱	21
图表 57:	2011-2019 年 3 月房屋新开工面积表现	21
图表 58:	2011-2019 年 3 月商品房销售面积表现	21
图表 59:	2014.3-2019.3 房屋新开工、竣工及销售面积累计同比	22
图表 60:	2015.3-2019.3 重质纯碱市场价变化趋势	22
图表 61:	2015.2-2019.2 工业天然气市场价变化趋势	22
图表 62:	2010-2018.4 浮法玻璃纯碱价差	23
图表 63:	2019 年初至今光伏玻璃个股涨幅	24
图表 64:	华泰建材组跟踪光伏玻璃企业 2018 及 2019Q1 业绩情况	24
图表 65:	国内光伏玻璃产能情况	25
图表 66:	2018-2019 年 3 月全国光伏玻璃产能、产量情况	25
图表 67:	2019 年国内企业新增光伏玻璃产能	26
图表 68:	双玻组件对光伏玻璃需求量的带动作用	26
图表 70:	2019 年光伏玻璃原片需求增速敏感性分析	27
图表 71:	2017-2019 年 4 月 3.2mm 光伏镀膜玻璃出厂价走势	27
图表 72:	1982-2020E 全球 GDP 增速及玻纤需求增速	28
图表 73:	玻璃纤维及制品主要种类及应用	28
图表 74:	2010 至 2018 年我国玻纤及制品产量和表观消费量增加	29

图表 75: 2010 至 2018 年产量和表观消费量增加	29
图表 76: 2018 年国内玻纤下游需求分布	29
图表 77: 2016 年中国、北美、欧洲玻纤下游需求分布	29
图表 78: 2007.02-2019.3 美国、日本、欧元区及中国制造业 PMI	30
图表 79: 2010-2018 我国玻纤出口量及增速	30
图表 80: 2000-2019E 全国玻纤产量及增速	30
图表 81: 2007-2018 年中国、美国人均玻纤消费量及增速	30
图表 82: 2001-2018 年玻纤热固性、热塑性辅材产量及增速	31
图表 83: 2016-2019E 中国巨石智能制造及电子纱加权（有效）产能占比	31
图表 84: 2018 年全球玻纤产能分布	31
图表 85: 截至 2018 年底国内玻纤企业产能分布	31
图表 86: 2018 年&2019 年玻纤行业实际新增产能	32
图表 87: 巨石集团玻纤产品报价从 18 年 10 月开始下跌	32
图表 88: 泰山玻纤产品报价从 18 年 10 月开始下跌	32
图表 89: 全球主要玻纤企业毛利率比较（%）	33
图表 90: 全球主要玻纤企业净利率比较（%）	33
图表 91: 中国巨石 vs 泰山玻纤吨毛利比较（元/吨）	33
图表 92: 中国巨石 vs 泰山玻纤吨净利比较（元/吨）	33
图表 93: 中国巨石 vs 泰山玻纤毛利率比较（%）	33
图表 94: 2018 年主要玻纤企业平均单线规模比较	33
图表 95: 中国巨石玻纤及制品成本结构	34
图表 96: 单位万吨/年产能所需人数比较	34
图表 97: 2013-2018 年中国巨石、泰山玻纤叶腊石采购均价	34
图表 98: 2013-2018 年中国巨石、泰山玻纤天然气采购均价	34
图表 99: 2012-2019Q1 中国巨石营业收入及增速	35
图表 100: 2012-2019Q1 中国巨石归母净利润及增速	35
图表 101: 2007-2020E 中国巨石玻纤产能及增速	35
图表 102: 2007-2020E 中国巨石玻纤销量及增速	35
图表 103: 上市以来至今中国巨石 PE(TTM)	35
图表 104: 上市以来至今中国巨石 PE(TTM)/沪深 300PE(TTM)	35
图表 105: 全国建筑陶瓷产量及同比增速	37
图表 106: 我国陶瓷砖出口情况	38
图表 107: 我国陶瓷砖进口情况	38
图表 108: 我国建筑陶瓷消费量及同比增速	38
图表 109: 陶瓷砖产量与房地产竣工面积同比增速	39
图表 110: 房地产业房屋新开工、施工及竣工面积同比增速	39
图表 111: 陶瓷砖产量与建筑业房屋竣工面积同比增速	39
图表 112: 建筑业新开工与房屋施工、竣工面积同比增速	39
图表 113: 陶瓷产量累计同比和房屋新开工及竣工同比比较（月度数据）	40
图表 114: 我国每平方米房屋竣工面积消费陶瓷砖产量趋于稳定	40
图表 115: 规模以上建筑陶瓷企业收入及占建筑装饰产值比重	41
图表 116: 陶瓷产量累计同比装饰装修同比比较（月度数据）	41
图表 117: 陶瓷产量累计同比装饰装修同比比较（年度数据）	41
图表 118: 房地产行业市场集中度（销售金额）	42
图表 119: 房地产行业市场集中度（销售面积）	42
图表 120: 中国房地产精修市场规模	42
图表 121: 2018 精装房市场渗透率	42
图表 122: 中国住宅精装区域市占比规模	42
图表 123: 2008-2018 年五大陶瓷产区占有率变化	43
图表 124: 2017 年底全国建筑陶瓷产能分布前十	43
图表 125: 2017 年底全国建筑陶瓷生产线分布前十	43
图表 126: 2011-2018 年我国建筑陶瓷行业规模以上企业数量与同比增速	44
图表 127: 我国建筑陶瓷企业数量情况	44

图表 128: 我国建筑陶瓷行业收入情况.....	44
图表 129: 我国建筑卫生陶瓷全行业利润总额情况.....	45
图表 130: 我国建筑卫生陶瓷全行业销售利润率情况.....	45
图表 131: 2011-2017 年我国瓷砖产能利用率情况.....	45
图表 132: 2017 年底我国六大瓷砖产地产能利用率情况.....	45
图表 133: 主要陶瓷砖上市公司收入及市占率, 单位: 亿元.....	45
图表 134: 2007-2018 年规模以上防水建筑材料制造企业营收情况.....	46
图表 135: 防水行业收入增速与房地产新开工面积增速和基建投资同比增速正相关....	46
图表 136: 东方雨虹单季度收入增速滞后房屋新开工面积增速 1 个季度.....	47
图表 137: 2014-2018 年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份市占率对比 (收入/规模以上防水企业收入占比来衡量市占率 (会高估真实市占率)).....	47
图表 138: 行业规模效应的来源: 完善的生产基地+销售渠道+集采能力+研发能力....	48
图表 139: 东方雨虹的生产基地初步实现全国布局.....	48
图表 140: 科顺股份的生产基地布局于 7 个省.....	48
图表 141: 塑料管道占所有管道占比呈现缓步提升趋势.....	49
图表 142: 我国塑料管道行业 2011-2017 产量及增速情况.....	49
图表 143: PVC 在塑料管道中占比呈现下滑趋势.....	49
图表 144: 塑料管道行业部分 2014-2018 主要企业销量 (万吨).....	50
图表 145: 代表塑料管道企业的销量保持较快增长.....	50
图表 146: 中国联塑营业收入水平显著高于伟星新材.....	51
图表 147: 伟星新材销售毛利率水平高于中国联塑.....	51
图表 148: 2006-2019E 年全国涂料产量及增速.....	52
图表 149: 2006-2018 年全国涂料业务收入及增速.....	52
图表 150: 2018 年涂料行业产量、收入及利润总额月累计增速.....	52
图表 151: 2000-2018 年全国建筑涂料产量增速及全国建筑竣工面积增速.....	53
图表 152: 2006-2019E 全国建筑涂料产量及增速.....	53
图表 153: 2006-2019E 全国建筑涂料产量占涂料产量比重.....	53
图表 154: 2017-2018 年国内主要涂料公司建筑涂料业务收入及市占率变化.....	53
图表 155: 2012-2018 年三棵树收入增速及全国建筑竣工面积增速.....	54

重点跟踪公司估值表

图表1：华泰建材组重点跟踪公司估值表

公司名称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			每股净资产(元/股)			市净率(x)			净资产收益率(%)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
冀东水泥	16.47	222	1.10	1.70	1.96	15.0	9.7	8.4	10.82	12.55	14.58	1.5	1.3	1.1	10.2%	13.5%	13.4%
上峰水泥	11.94	97	1.81	2.18	2.45	6.6	5.5	4.9	4.25	6.63	9.07	2.8	1.8	1.3	42.6%	32.9%	27.0%
万年青	13.26	81	1.85	1.97	2.08	7.2	6.7	6.4	6.57	8.54	10.61	2.0	1.6	1.2	28.2%	23.1%	19.6%
天山股份	10.30	108	1.18	1.38	1.56	8.7	7.5	6.6	8.01	9.39	10.95	1.3	1.1	0.9	14.7%	14.7%	14.2%
塔牌集团	11.31	135	1.45	1.69	1.98	7.8	6.7	5.7	7.53	9.26	11.25	1.5	1.2	1.0	19.3%	18.3%	17.6%
宁夏建材	8.41	40	0.90	0.96	1.04	9.3	8.8	8.1	10.14	11.10	12.14	0.8	0.8	0.7	8.9%	8.6%	8.6%
海螺水泥	38.99	2076	5.63	5.74	5.91	6.9	6.8	6.6	21.26	20.00	23.61	1.8	1.9	1.7	26.5%	28.7%	25.0%
祁连山	7.95	62	0.84	0.91	1.03	9.5	8.7	7.7	7.42	8.33	9.36	1.1	1.0	0.8	11.3%	10.9%	11.0%
南玻 A	4.71	111	0.16	0.24	0.30	29.4	19.6	15.7	3.18	3.51	3.81	1.5	1.3	1.2	5.0%	6.8%	7.9%
亚玛顿	14.97	24	-0.14	0.50	0.52	-106.9	29.9	28.8	13.32	13.82	14.34	1.1	1.1	1.0	-1.1%	3.6%	3.6%
旗滨集团	3.91	105	0.45	0.50	0.58	8.7	7.8	6.7	2.82	3.43	3.78	1.4	1.1	1.0	16.0%	14.6%	15.3%
山东药玻	27.40	116	0.84	1.09	1.35	32.6	25.1	20.3	8.30	9.39	10.30	3.3	2.9	2.7	10.1%	11.6%	13.1%
中材科技	11.82	153	0.72	1.08	1.27	16.4	10.9	9.3	8.24	9.32	10.59	1.4	1.3	1.1	8.7%	11.6%	12.0%
中国巨石	9.95	348	0.68	0.74	0.82	14.6	13.4	12.1	4.07	4.81	5.63	2.4	2.1	1.8	16.7%	15.4%	14.6%
北新建材	19.34	327	1.46	1.63	1.85	13.2	11.9	10.5	8.45	10.09	11.64	2.3	1.9	1.7	17.3%	16.2%	15.9%
帝欧家居	20.26	78	0.99	1.28	1.70	20.5	15.8	11.9	8.42	9.71	11.41	2.4	2.1	1.8	11.8%	13.2%	14.9%
蒙娜丽莎	24.06	57	1.53	1.93	2.52	15.7	12.5	9.5	10.78	12.71	15.22	2.2	1.9	1.6	14.2%	15.2%	16.6%
东方雨虹	20.30	303	1.01	1.27	1.58	20.1	16.0	12.8	5.30	6.56	8.14	3.8	3.1	2.5	19.1%	19.4%	19.4%
科顺股份	9.76	60	0.31	0.49	0.69	31.5	19.9	14.1	4.77	5.20	5.81	2.0	1.9	1.7	6.5%	9.4%	11.9%
坤彩科技	15.62	73	0.39	0.57	0.79	40.1	27.4	19.8	2.44	2.77	3.35	6.4	5.6	4.7	16.0%	20.6%	23.6%
三棵树	59.82	80	1.67	2.56	3.68	35.8	23.4	16.3	8.41	10.03	12.99	7.1	6.0	4.6	19.9%	25.5%	28.3%
伟星新材	19.29	253	0.75	0.87	1.02	25.7	22.2	18.9	2.78	3.67	4.34	6.9	5.3	4.4	27.0%	23.7%	23.5%
兔宝宝	6.10	47	0.43	0.48	0.55	14.2	12.7	11.1	2.14	2.37	2.64	2.9	2.6	2.3	20.1%	20.3%	20.8%
鲁阳节能	13.77	50	0.85	0.96	1.01	16.2	14.3	13.6	5.61	6.83	7.84	2.5	2.0	1.8	15.2%	14.1%	12.9%

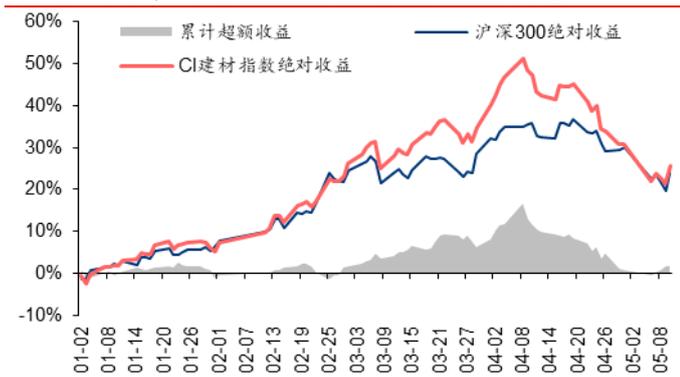
资料来源：Wind（截止2019年5月10日，19-20年EPS、BPS、ROE均为华泰建材组预测）、华泰证券研究所

2019年上半年行情及基本面复盘

悲观预期修复，消费建材及水泥股显强势

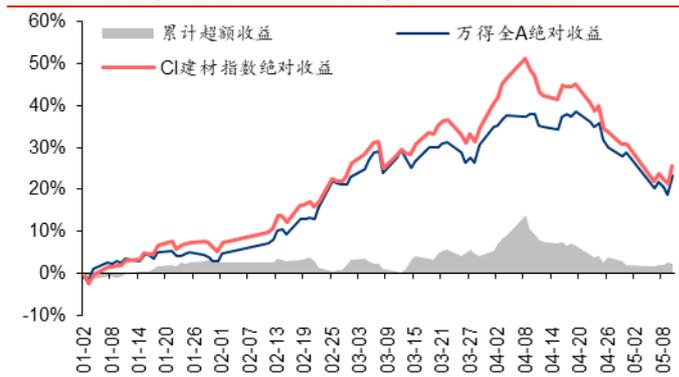
2019年初至今建材指数大部分时间跑赢沪深300和万得全A。截至2019年5月10日，中信建材指数较年初上涨25%，跑赢沪深300指数1.6pct，跑赢万得全A指数2.3pct。中信建材指数年度最高录得16.5%超额收益（较沪深300，4月8日），最大超额回撤为1.3%（较沪深300，2月25日）。

图表2：2019年以来CI建材指数对沪深300指数相对收益



资料来源：Wind（截止2019/5/10）、华泰证券研究所

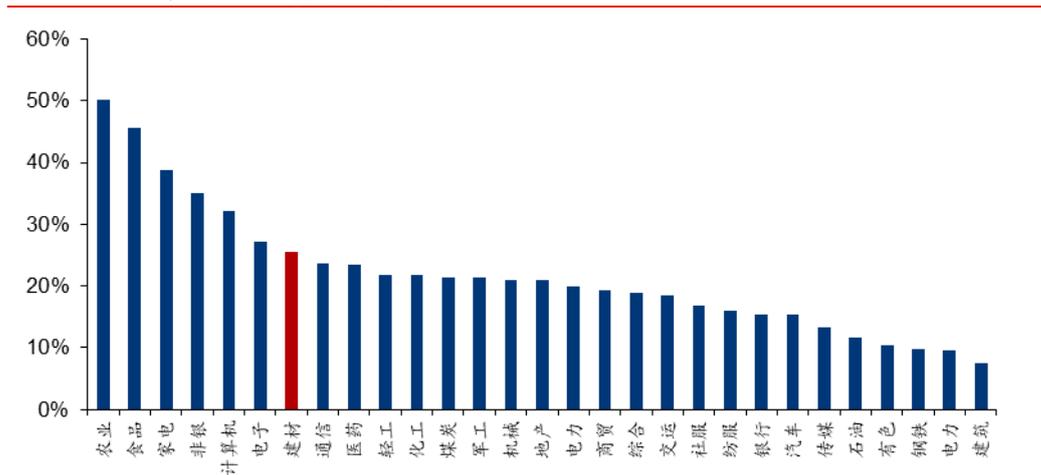
图表3：2019年以来CI建材指数对万得全A指数相对收益



资料来源：Wind（截止2019/5/10）、华泰证券研究所

建材在一级行业中涨幅靠前，系悲观预期修复带来的估值修复。截止2019年5月10日，中信一级子行业全部录得正收益，其中建材以25.5%的涨幅居于7位，涨幅高于建材的行业的有：农业（50.2%）、食品（45.6%）、家电（38.7%）、非银（35%）、计算机（32.1%）和电子（27.2%）。我们认为系19Q1宏观经济数据显示的强韧性带来的悲观预期修复，带动建材行业整体估值修复。

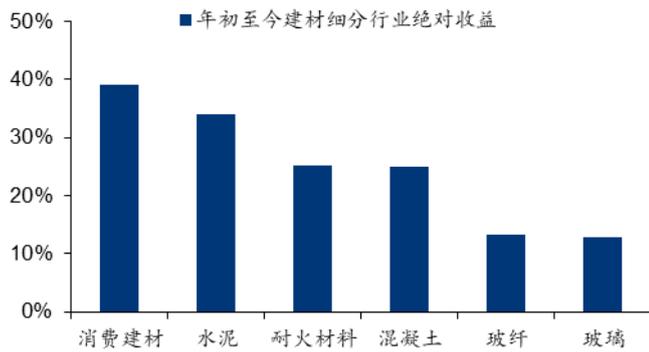
图表4：2019年以来CI一级子行业收益



资料来源：Wind（截止2019/5/10）、华泰证券研究所

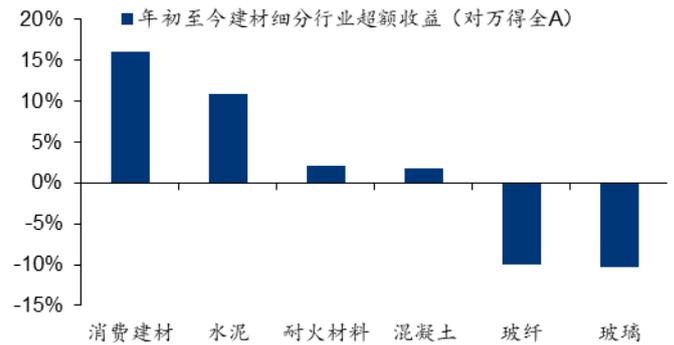
建材细分行业中消费建材、水泥、混凝土及耐火材料获得相对收益。截至2019年5月10日，建材细分行业中消费建材、水泥、耐火材料及混凝土获得相对收益（对万得全A），消费建材受益于19Q1企业经营数据向好及全年地产竣工端的改善预期；水泥行业受益于19Q1地产新开工强韧性及基建回暖，企业实现量价齐升，基本面强劲；玻璃行业虽需求端有一定恢复，但供给端行业格局较差，导致玻璃的行情持续性和幅度都要差于水泥，投资者关注度较低；玻纤受中美贸易摩擦、行业产能扩张等影响投资信心。

图表5：2019年以来建材细分行业绝对收益



资料来源：Wind (截止 2019/5/10)、华泰证券研究所

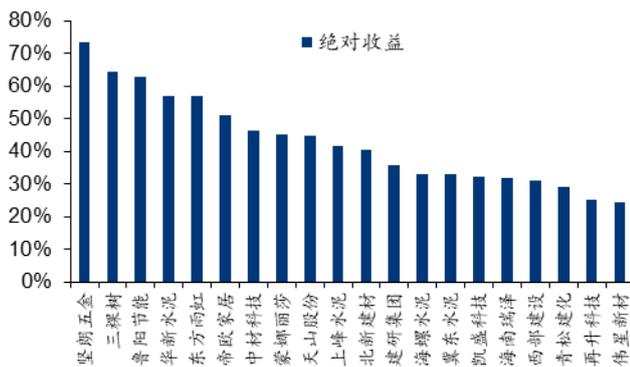
图表6：2019年以来建材细分行业超额收益



资料来源：Wind (截止 2019/5/10)、华泰证券研究所

从个股层面来看，有 20 家建材企业获得超额收益（对万得全 A），主要分布在水泥和消费建材行业（消费建材 7 家，水泥 6 家），除此之外，混凝土行业有 3 家，玻纤行业 2 家，耐火材料和玻璃行业各 1 家。

图表7：2019年以来主要建材公司绝对收益



资料来源：Wind (截止 2019/5/10)、华泰证券研究所

图表8：2019年以来主要建材公司超额收益



资料来源：Wind (截止 2019/5/10)、华泰证券研究所

5月初建材板块PE估值12x,较18年末提振明显。2018年末中信建材指数整体PE(TTM)估值10.0x,较2008年底的25x、2014年初的15.1x处于相对低位。一季度宏观经济回暖叠加社融及M2增速大超预期带动板块估值修复,截至5月10日,中信建材指数整体PE估值12x,较2018年末有明显提振。

图表9：2009年以来CI建材指数PE(TTM)估值走势



资料来源：Wind (截止 2019/5/10)、华泰证券研究所

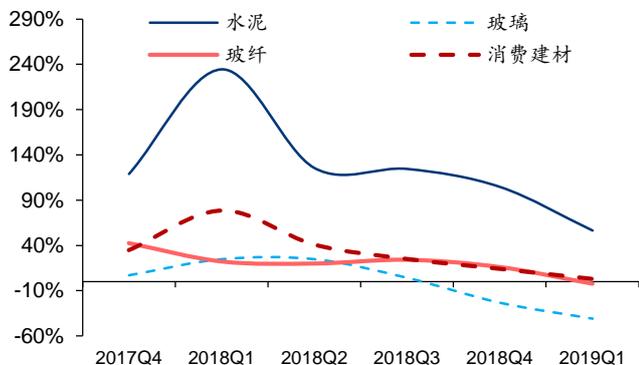
图表10：2009年以来CI建材指数/沪深300指数走势



资料来源：Wind (截止 2019/5/10)、华泰证券研究所

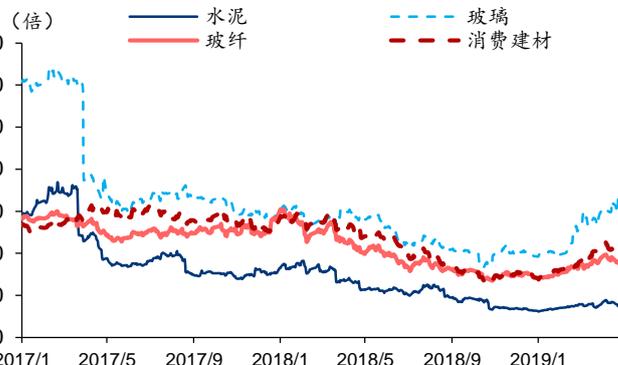
建材四大细分行业水泥、玻璃、玻纤与消费建材2019Q1归母净利润分别增长56%、-41%、-2%、3%。估值端来看，水泥由18年末的6.4x (PE(TTM)估值，后同) 上升至当前的7.2x，玻璃、玻纤、消费建材分别由19.3x、14.3x、14.3x 上升至36.0x、17.5x、20.2x。

图表11: 2017Q4-2019Q1 建材细分行业单季度净利润增速



资料来源: Wind (截止2019/5/10)、华泰证券研究所

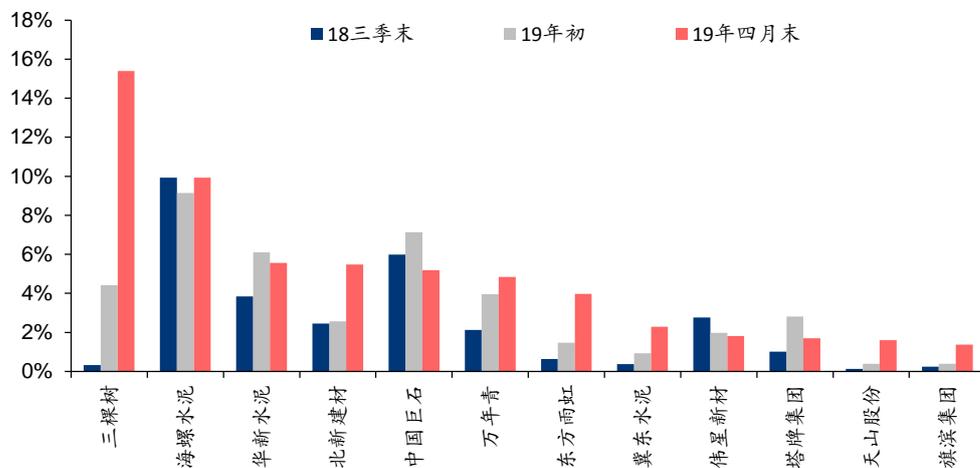
图表12: 2017年以来建材四大主要板块 PE(TTM) 估值走势



资料来源: Wind (截止2019/5/10)、华泰证券研究所

北上资金青睐水泥及消费建材。截止2019年4月30日，陆股通持有建材股比例前三分别为三棵树、海螺水泥、华新水泥，持仓占A股比例达15.4%、10.0%、5.6%。19年初至今持仓比例变化最大的分别为三棵树、北新建材、东方雨虹、冀东水泥及天山股份，增持比例分别达11.0%、2.9%、2.5%、1.4%、1.2%。

图表13: 2018年初、三季度末、19年四月末陆股通持有建材股比例(占A股)

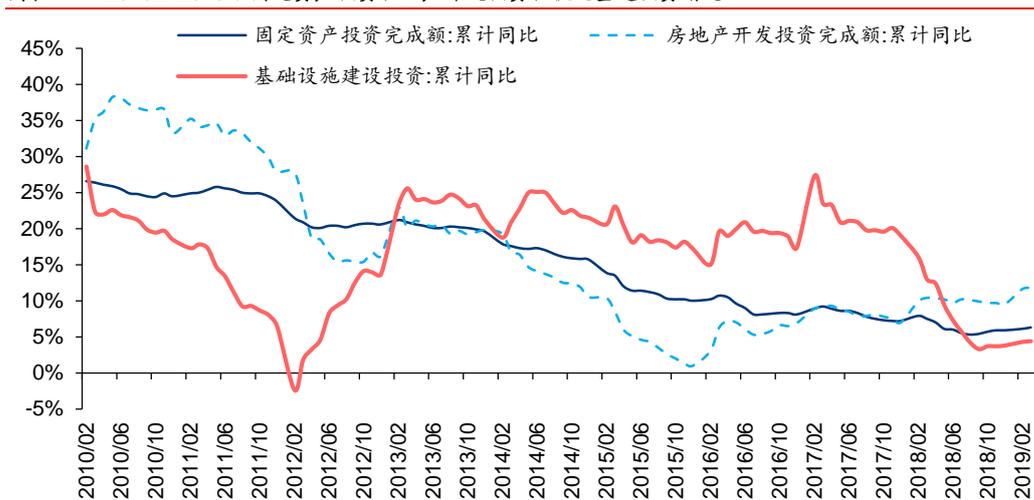


资料来源: 港交所、华泰证券研究所

宏观经济复盘及下半年展望: 基建复苏在即, 地产新开工强韧性

19Q1 基建投资增速回暖, 地产投资增速超预期。根据国家统计局数据, 19Q1 全国狭义基建投资同比增长 4.4%, 较 1-2 月增速回升 0.1pct。2019 年中央经济会议要求加大基建补短板力度, 全年基建有望发力。19Q1 全国房地产开发投资同比增长 11.8%, 较 1-2 月增速回升 0.2pct, 建筑工程支撑地产开发投资保持高速增长。

图表14： 2010.2-2019.3 固定资产投资、地产开发投资、狭义基建投资增速



资料来源：统计局、华泰证券研究所

19Q1 交通基建投资有所滑落，中部增速强劲。从基建投资中的交通固定资产投资来看，19Q1 全国公路水路交通固定资产投资 3722 亿元，同比下滑 7.49%，较 1-2 月降幅收窄 0.54pct。分地区来看，Q1 西部地区交通基建投资保持 17.9% 的快速增长，较上年明显提速；东部交通基建投资降速，Q1 交通基建投资同比增长 6.2%；西部交通基建投资降幅收窄，依然较为疲弱，Q1 交通基建投资同比下滑 7.5%。

图表15： 2011.2-2019.3 全国交通固定资产投资增速



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

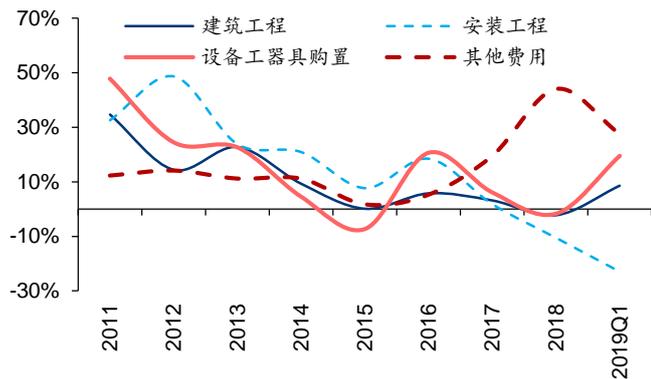
图表16： 2011.2-2019.3 分地区交通固定资产投资增速



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

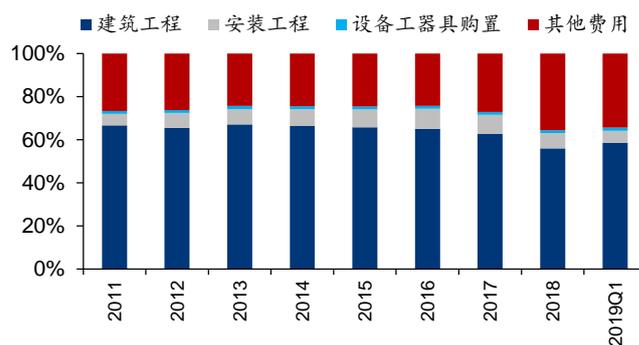
19Q1 建筑工程支撑地产投资，拿地费用增速回落。从地产开发投资分项来看，2019 年 1-3 月建筑工程同比增长 8.5%，较上年同期增长 9.1pct，安装工程继续呈负增长，其他费用较上年同期下滑 21pct 至 28%，设备工器具购置同比增长 20%。占比最高的是建筑工程，达 59%，较 18 年末增长 2.5pct，其他费用占比较 18 年末下滑 1.3pct 至 36%。

图表17: 2011-2019Q1 房地产开发投资分项增速



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

图表18: 2011-2019Q1 房地产开发投资分项投资额占比



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

地产销售好转, 新开工强韧性。地产先行指标销售数据在 18 年下半年进入下行阶段后, 在 19 年初有好转迹象, 特别是 30 大中城市地产销售表现强劲, 带动地产公司抢开工的积极性, 地产新开工增速表现强劲, 19 年 1~3 月新开工增速拉升至 11.9%, 较 1~2 月提升 5.9pct, 19 年 1~3 月地产竣工面积同比下滑 10.8%, 较 1~2 月降幅收窄 1.1pct, 我们判断新开工向竣工兑现的逻辑有望逐步验证, 竣工相关的消费建材行业及玻璃行业或将受益。

图表19: 2010.02-2019.3 全国住宅销售面积累计同比增速



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

图表20: 2010.02-2019.3 全国房地产开发投资额累计同比增速



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

图表21: 2010.02-2019.3 地产新开工面积累计同比增速



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

图表22: 2010.02-2019.3 地产竣工面积累计同比增速



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

水泥：行业景气延续，全年盈利稳定性更佳

19Q1 地产新开工强韧性，基建投资增速回暖，带动水泥需求好于预期。19Q1 企业信贷融资占比大幅提升，金融加大对实体经济的支持，社会融资规模及 M2 超预期，宏观基本面向好。根据统计局，19Q1 全国房地产建筑工程投资增速 8.5%，同比上升 9pct；基建投资（不含电力）增速 4.4%，环比提升 0.1pct。地产投资及基建投资有所回暖，下游需求较为强劲，带动水泥需求好于预期。19Q1 全国水泥产量 3.9 亿吨，同比增长 4%，较上年提升 18.7pct，全年来看，基础设施补短板力度加大，房地产投资稳中有升，需求面整体或与去年持平。

图表23： 2016-2019Q1 社融同比增速（月度）



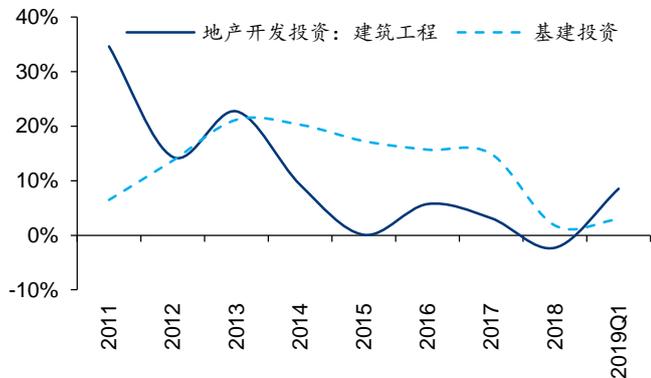
资料来源：统计局、华泰证券研究所

图表24： 2015-2019Q1M2 累计同比增速（月度）



资料来源：统计局、华泰证券研究所

图表25： 2011-2019Q1 全国建筑工程及狭义基建投资增速



资料来源：统计局、华泰证券研究所

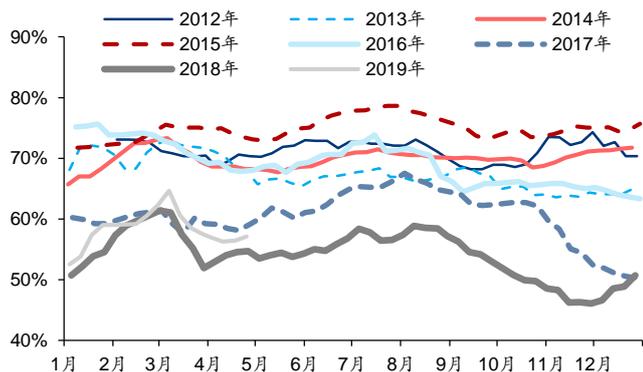
图表26： 2011-2019Q1 全国水泥产量及增速



资料来源：统计局、华泰证券研究所

错峰生产、环保限产促供给收缩，Q2 水泥库存仍处于低位。2019 年初，供给端依旧受制于包括错峰生产、环保限产在内的制约，虽然去年底推行的差异化错峰，使得部分产能豁免，但数量相对较少，在需求形势总体回升的情况下，水泥总体库存水平依旧处于历史低位，进入 Q2 也依旧维持在 50-60%之间的较低水平。局部区域包括京津冀、长三角、山东、河南、湖北、四川等地区的库容比更是低于 50%以下。

图表27: 2012-2019年4月分年度全国重点水泥企业库容比



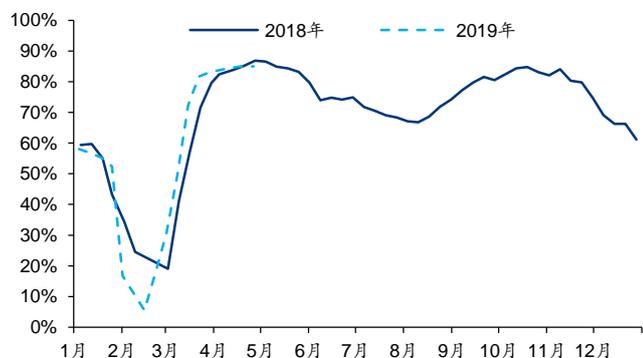
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表28: 2012-2019年4月全国重点水泥企业库容比



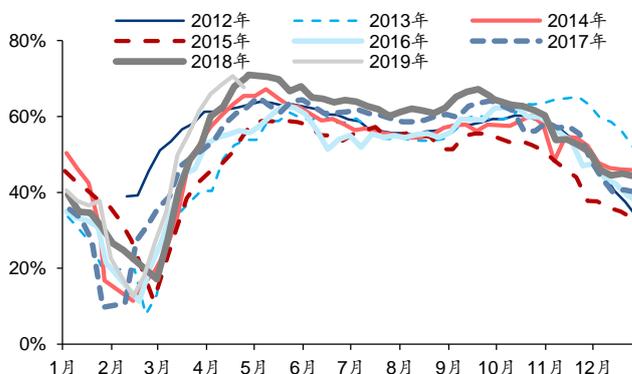
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表29: 2018-2019年4月分年度全国水泥出货量



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

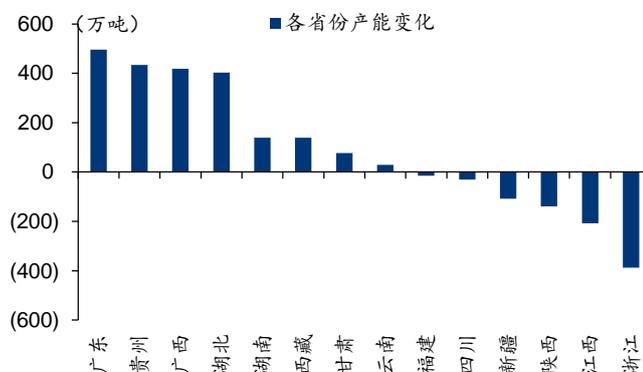
图表30: 2012-2019年4月全国水泥磨机开工率



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

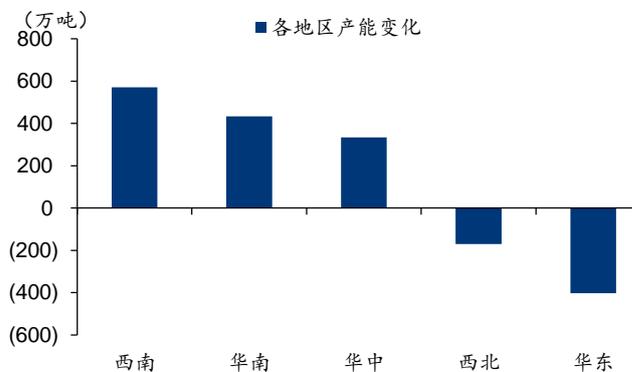
2019年新增熟料产能有限。根据卓创资讯的信息, 2019年全国水泥产能净增加1247万吨, 主要集中在西南, 华南和华中等地, 其中产能净增加较多的省份有广东(496万吨)、贵州(434万吨)、广西(419万吨)及湖北省(403万吨)。华东, 西北地区的产能有所下降, 其中浙江省的产能减少最多, 达到388万吨, 产能下降较多的其他省份还包括江西(-208万吨)、陕西(-140万吨)、新疆(-109万吨)等。

图表31: 2019年各省份水泥产能净增加量



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

图表32: 2019年各地区水泥产能净增加量



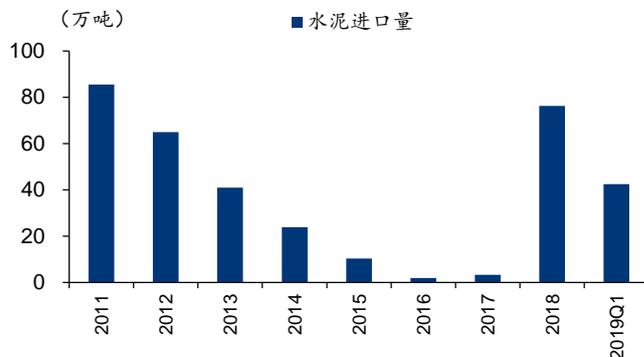
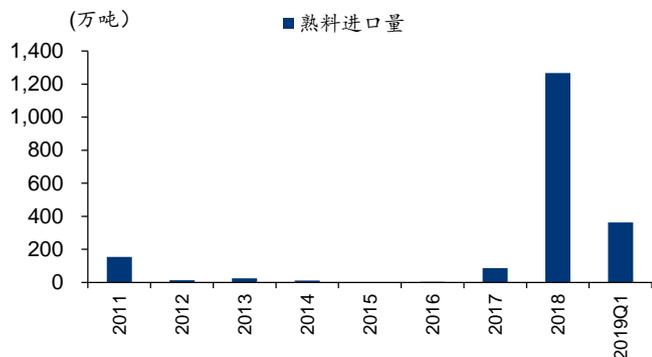
资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

2019年一季度进口熟料大增, 或对沿海价格稳定体系造成一定冲击。根据海关数据, 2019年一季度我国水泥出口量大幅度减少, 水泥出口102万吨, 同比下降50%, 熟料出口19万吨, 同比下降73%。需求强劲、错峰影响和较高价位, 导致我国进口水泥和熟料继续暴

增，一季度共进口水泥和熟料 406 万吨，同比增长 122%。其中，水泥进口 43 万吨，同比增长 507%，熟料进口 363 万吨，同比增长 106%。越南继续保持水泥和熟料对我国进口量的第一位，共计 289 万吨，占总进口量的 71%，其中：水泥进口 36 万吨，熟料进口 253 万吨。进口熟料或对沿海价格稳定体系造成一定的冲击。

图表33： 2011-2019Q1 年进口熟料量

图表34： 2011-2019Q1 年进口水泥量



资料来源：数字水泥网、Wind、华泰证券研究所

资料来源：数字水泥网、Wind、华泰证券研究所

图表35： 19Q1 水泥主要进口国家及地区

国别	数量 (吨)	金额 (万美元)	平均价格 (美元/吨)
越南	362101	1771.5	48.92
韩国	62327	302.9	48.6
日本	5750	30.6	53.18
美国	71	2.8	
德国	15	2.3	

资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

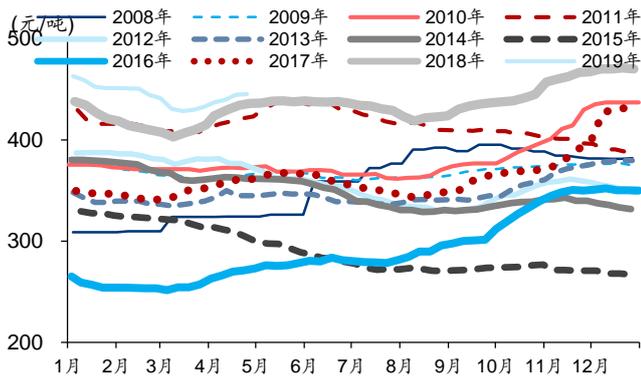
图表36： 19Q1 熟料主要进口国家及地区

国别	数量 (万吨)	金额 (万美元)	平均价格 (美元/吨)
越南	253	11822.3	46.74
泰国	47.1	2352	49.96
韩国	32.4	1441.3	44.52
阿联酋	15.9	640.8	40.32
印度尼西亚	8.2	430.3	52.42
日本	5.4	240.6	44.23
伊朗	1.1	42.4	40.25

资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

2019 年水泥价格起步较高，进入旺季涨价模式开启。自 2016 年初以来，全国水泥价格、水泥煤炭价格差进入新一轮上行通道，主要系 2015 年底“三去一补一降”的供给侧改革使“地产去库存”与“水泥去产能”叠加，水泥行业供需格局持续改善。2019 年初水泥价格起步较高，在经历季节性回调之后，市场需求基本于三月底恢复。二季度随着季节性的需求回暖，行业供需将保持较好的平衡状态，库存依旧会在低位运行，价格总体平稳中向好，尤其是北部的地区的供需矛盾将会比去年有明显改善，低价位区域有望回暖。南部市场总体平稳，行业将会保持较强的盈利能力，为全年的稳定运行打下坚实基础。

图表37: 2008-2019年4月分年度全国高标号水泥均价



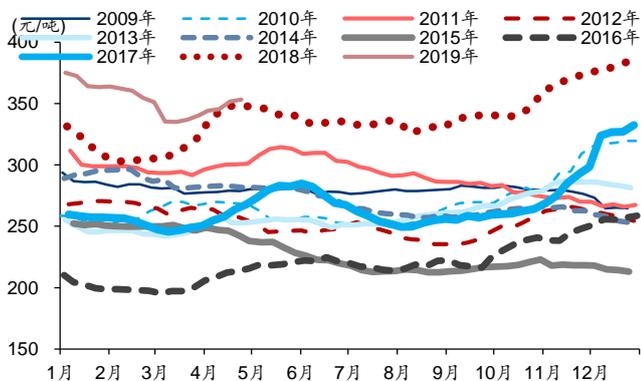
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表38: 2008-2019年4月全国高标号水泥均价



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表39: 2008-2019年4月分年度全国水泥煤炭价格差



资料来源: 数字水泥网、Wind、华泰证券研究所

图表40: 2008-2019年4月全国水泥煤炭价格差



资料来源: 数字水泥网、Wind、华泰证券研究所

水泥行业上市公司2018及19Q1业绩高增长, 印证基本面向好。在我们重点推荐的水泥企业中, 海螺水泥一季度实现归母净利润60.81亿元, 同比增长27%, 上峰水泥一季度实现归母净利润3.59亿元, 同比增长116%, 除此之外, 冀东水泥、天山股份、祁连山等水泥企业一季度业绩实现扭亏为盈, 多数水泥企业一季报实现开门红, 印证基本面向好。

图表41: 2018年华泰建材跟踪水泥公司量价情况

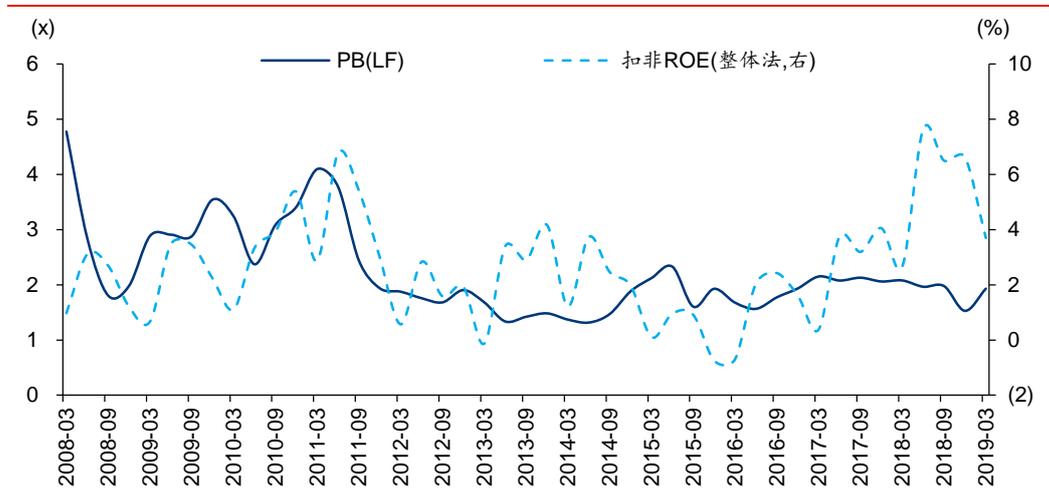
	销量(万吨)			吨均价(元)			吨毛利(元)			归母净利润(亿元)		
	2018	2017	YoY(%)	2018	2017	YoY(%)	2018	2017	YoY(%)	2018	2017	YoY(%)
海螺水泥	36800	29500	24.7%	334.1	247.1	35.2%	125.7	87.3	44.0%	298.1	158.5	88.0%
华新水泥	7072	6871	2.9%	337.7	269.7	25.2%	136.7	78.9	73.3%	51.8	20.8	149.4%
冀东水泥	9664	9149	5.6%	290.8	236.0	23.2%	89.3	72.5	23.1%	14.8	5.0	194.1%
塔牌集团	1795	1551	15.7%	344.0	271.9	26.5%	143.8	83.2	72.9%	17.2	7.2	139.0%
上峰水泥	1430	1444	-1.0%	337.7	264.3	27.8%	159.0	97.8	62.5%	14.7	7.9	86.0%
万年青	2745	2623	4.7%	279.1	206.4	35.2%	102.3	59.0	73.4%	11.4	4.6	145.9%
宁夏建材	1510	1734	-12.9%	235.7	213.2	10.6%	84.3	66.1	27.5%	4.3	3.4	27.0%
祁连山	1927	2153	-10.5%	277.2	253.7	9.3%	93.4	78.4	19.2%	6.5	5.7	13.9%
天山股份	1946	2288	-14.9%	353.1	269.7	30.9%	135.9	83.0	63.6%	12.4	2.6	368.5%
福建水泥	930	754	23.3%	314.0	240.6	30.5%	104.2	35.8	191.1%	3.4	-1.5	-322.3%

资料来源: 各公司公告、华泰证券研究所

全年盈利具稳定性，个股高股息率或能维持。我们认为 19Q3 是检验水泥行业景气程度的关键时点，主要在于 18 年下半年地产销售增速回落或传导至 19 年下半年地产新开工，或影响水泥需求，且 Q3 受雨水影响，是水泥的传统淡季。但我们认为 19Q3 水泥价格出现大幅崩塌的可能性不大，主要在于水泥区域集中度较高，企业之间协同机制完善，且基建提振也有望对冲地产下滑，全年水泥行业盈利具稳定性。19Q1 水泥行业合计经营性现金流净额 70.4 亿元，YoY+102%，资产负债率（整体法）同比下滑 8.8pct 至 36.7%，随着未来行业资本开支逐年减少，个股分红率或进一步提升，高股息率或能维持。

当前 ROE 水平对应 PB 估值被低估，PB 或存向上修复空间。从 2008 年至今水泥行业 PB-ROE 情况来看，PB 估值的波动大致领先 ROE 1~2 个季度，反映了市场对于水泥行业盈利水平的预期（水泥行业的 ROE 往往由净利润率决定，见报告《PB-ROE 模型下建材龙头的长期投资价值》）。但自 17Q1 起，随着水泥 ROE 的向上修复，PB 估值并未出现有效反映，甚至在 18Q3~Q4 明显下行，也反映了市场预期 19Q1、Q2 水泥 ROE 出现明显回落的悲观态度。但实际 19Q1 水泥单季 ROE 3.7%，同比提升 1pct，PB 估值也随之修复。随着 Q2 高景气持续及我们对于水泥全年业绩稳定性较高的判断，我们认为水泥 PB 估值仍存在向上修复空间。

图表42： 2008 年 3 月至今水泥行业 PB-扣非 ROE



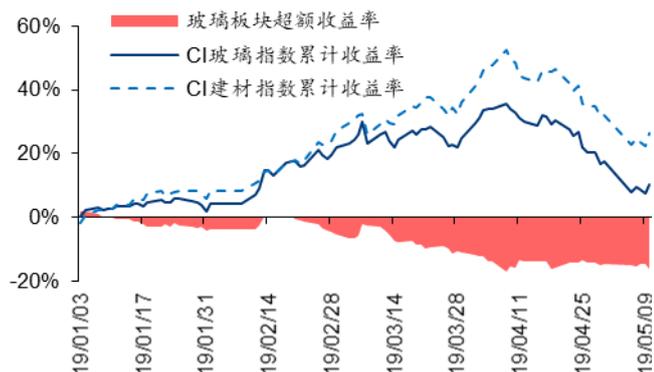
资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

浮法玻璃：需求增长可期，行业高景气持续

中信玻璃指数略输大盘，行业整体处于筑底态势

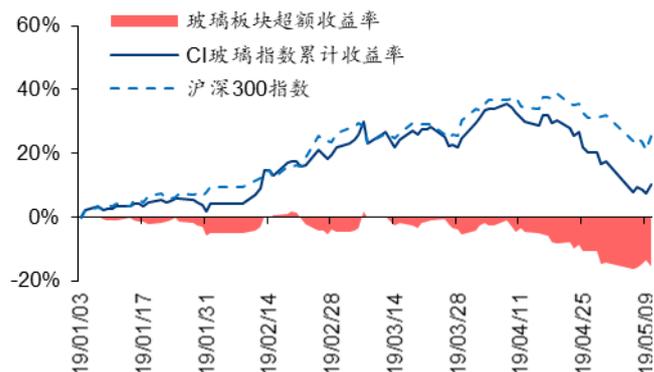
年初至今，中信玻璃指数同时跑输中信建材指数及沪深300指数。截至2019年5月10日，中信玻璃指数累计上涨10.1%，跑输中信建材指数16.3pct，跑输沪深300指数15.5pct，短期内玻璃价格继续面临需求偏强和供给边际增加压力，后续将进入主动去库存阶段，中期看房地产下行趋势和竣工周期拉长对需求压制。

图表43：2019年初以来中信玻璃指数相对建材指数超额收益



资料来源：Wind、华泰证券研究所（截止2019年5月10日）

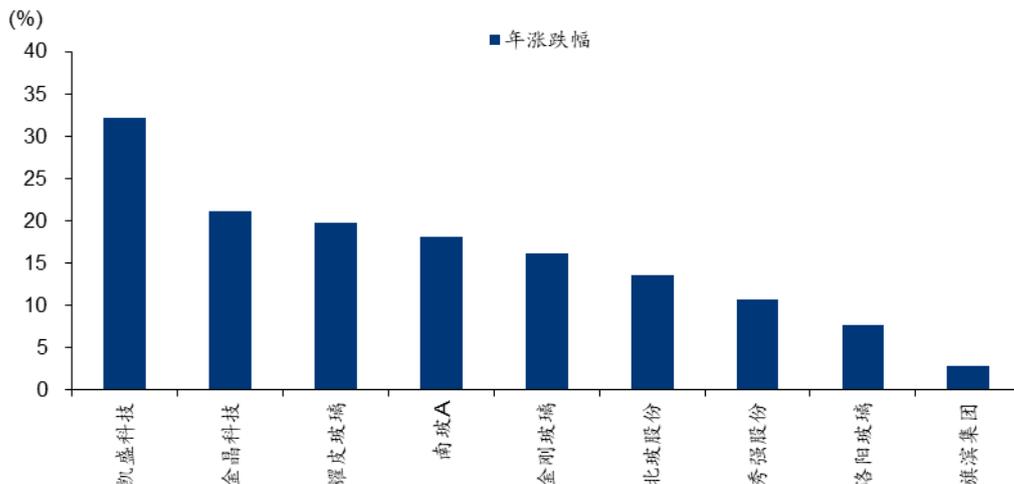
图表44：2019年初以来中信玻璃指数相对沪深300指数超额收益



资料来源：Wind、华泰证券研究所（截止2019年5月10日）

年初至今个股基本处于涨幅态势。截至2019年5月10日，我们追踪的9家玻璃行业上市公司（北玻股份、凯盛科技、金晶科技、旗滨集团、南玻A、洛阳玻璃、耀皮玻璃、金刚玻璃、秀强股份）年初至今均实现上涨，其中凯盛科技实现涨幅32.2%。我们预计19年浮法玻璃终端需求明显释放，主要系19年房屋竣工面积有望走强，带动处于竣工端的浮法玻璃需求复苏。复盘13-14年历史数据，我们发现新开工向竣工的传导确实存在，19年竣工增速大概率回正。浮法玻璃处于新房的竣工端，竣工数据的好转对玻璃的需求将有直接的带动作用。同时受益于环保政策、集中冷修，浮法玻璃产能增长有限，促进浮法玻璃供需关系显著改善。

图表45：2019年初至今浮法玻璃个股涨幅



资料来源：Wind、华泰证券研究所（截止2019年5月10日）

浮法玻璃企业业绩差异明显，耀皮玻璃高增长。从我们跟踪的9家浮法玻璃企业2018及2019Q1业绩情况来看，耀皮玻璃等企业增长较为稳定，19Q1归母净利润增速达2%。除耀皮玻璃、秀强股份外，其余玻璃企业19年Q1毛利率都同比下降。其中旗滨集团作

为浮法玻璃行业龙头，19Q1 毛利率 24.4%，同比下降 9.5pct，创近 3 年新低。盈利下降来自原片价格下跌和纯碱成本上涨的双重压力，2019Q1 5mm 浮法白玻出厂均价同比下降 153.3 元/吨；纯碱原料成本同比上涨 129.4 元/吨。

图表46： 华泰建材组跟踪浮法玻璃企业 2018 及 2019Q1 业绩情况

证券代码	证券简称	2018 净利润(亿元)	2018 净利润增速(%)	2019Q1 净利润(亿元)	19Q1 净利润增速(%)	PE(TTM)	PE(2019)
601636.SH	旗滨集团	12.08	5.77	2.10	-35	10.29	8.57
000012.SZ	南玻 A	4.72	-43.01	1.36	-15	32.95	17.72
300160.SZ	秀强股份	-2.30	-296.99	0.29	-5	-9.91	
600586.SH	金晶科技	0.84	-25.68	0.61	-2	60.38	
600552.SH	凯盛科技	0.57	-45.11	0.23	53	82.96	
600819.SH	耀皮玻璃	1.07	50.80	0.36	2	50.77	
600876.SH	洛阳玻璃	0.23	12.73	0.02	-56	534.79	
300093.SZ	金刚玻璃	0.15	15.60	0.01	29	76.72	
002613.SZ	北玻股份	0.32	-169.64	-0.18	-122	-49.01	

资料来源：Wind、华泰证券研究所（截止 2019 年 5 月 10 日）

竣工改善直接受益品种，行业景气度有望前低后高

从玻璃的供给角度看，实际产能变化来自新点火产能的新增及净停产产能的去除。17 年玻璃行业加快推进供给侧结构性改革，玻璃停产比例保持高位，市场需求平稳增长，玻璃价格稳中有升。18 年随着玻璃环保压力减轻，玻璃产能总体上升，导致玻璃上游纯碱行业产销较好，总库存位于历史较低水平，纯碱涨价动能明显强于玻璃，玻璃生产成本刚性增加，行情发展基本处于高位振荡格局。

我们认为随着供给侧改革和环保约束的不断加力，玻璃供给端将继续受到限制，19 年玻璃产量很难实现大幅增长。根据 Wind 数据，18 年全国平板玻璃产量累计为 8.7 亿重量箱，同比增长 3.7%。

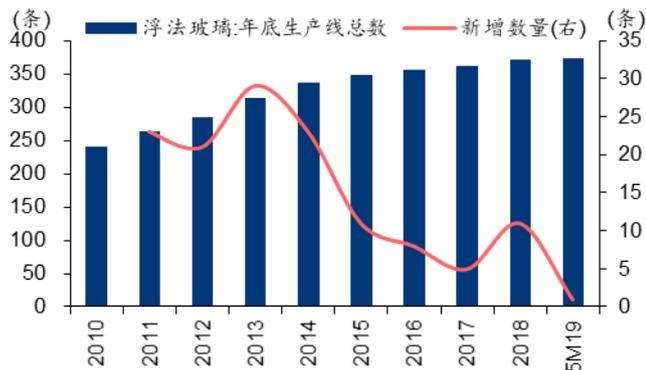
图表47： 2018 年以来玻璃行业相关供给侧改革政策

时间	部门	政策	主要内容
2018.1	河北省环保厅	《关于印发 2017 年我省 15 个行业排污许可工作情况的通报》	截至 2018 年 12 月 29 日，平板玻璃行业核发排污许可证 24 张，17 家企业未获排污许可证
2018.1	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	环境敏感地区平板玻璃建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 予以核定，其他地区实施等量置换。
2018.6	河北省环保厅	《河北省中央环境保护督察“回头看”及大气污染问题专项督察反馈意见整改落实方案》	坚决完成去产能任务，2018 年至 2020 年，河北压减退出平板玻璃产能 2300 万重量箱。
2018.8	工信部、发改委	《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》	各地严格把好水泥熟料、平板玻璃建设项目备案源头关口，不得以其他任何名义备案新增水泥熟料、平板玻璃产能的建设项目。对确有必要新建的项目，必须严格实施等量或减量置换，需持有经当地省级工业和信息化主管部门公告的产能置换方案。
2018.8	邢台市政府	《邢台市 2018 年大气污染防治治理工作方案》	取得排污许可证的玻璃企业以生产线停炉冷修方式落实中全年限产 15% 以上的要求，应明确到每条具体生产线。未取得排污许可证的，不得生产。

资料来源：政府公开网站、华泰证券研究所

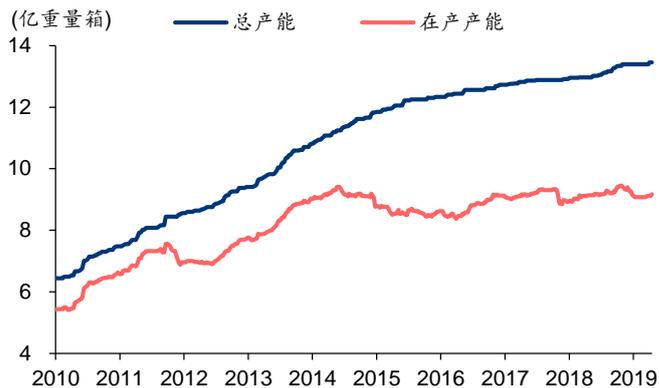
供给端受到供给侧改革的影响，新增玻璃产线数量明显下降；预计 19 年环保因素仍将抑制玻璃产能增加，全国玻璃产能有望继续出清，玻璃产能关停可能持续发酵。11-17 年新增浮法玻璃产线分别为 23/ 21/ 29/ 23/ 11/ 8/ 5 条；18 年由于环保边际放松、上半年盈利水平较高，新增产线 11 条。

图表48: 2010-2019年5月初全国浮法玻璃生产线数量变化情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表49: 2010-2019年4月全国浮法玻璃产能变化情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

随着环保许可证颁发制度的不断推进与完善, 玻璃去产能将逐步迈入白热化。18年全国共冷修18条(包括安徽1条停产产线)老旧浮法玻璃生产线, 影响产能达11450吨/日, 占全国玻璃在产产能比重达7.5%, 浮法玻璃生产线开工率下滑0.5pct左右, 行业供给缩减叠加原材料纯碱/天然气价格波动推动浮法玻璃价格高位振荡。

图表50: 2018年国内冷修浮法玻璃生产线统计表

省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	品种	冷修时间
河北	沙河市德金玻璃有限公司	鸿升线	200	白玻	2018年4月
	河北沙河建祥玻璃制品有限公司	二线	1100	白玻	2018年8月
	河北迎新浮法玻璃有限公司	迎新二线	450	白玻	2018年8月
	河北迎新浮法玻璃有限公司	迎新三线	600	白玻	2018年9月
	河北鑫利浮法玻璃有限公司	鑫利二线	600	白玻	2018年8月
	河北润安建材有限公司	迁安二线	700	白玻	2018年12月
	河北沙河建祥玻璃制品有限公司	一线	1100	白玻	2018年12月
	中国耀华玻璃集团有限公司	北方一线	500	欧茶	2018年12月
山西	山西青春玻璃有限公司	黎城二线	600	白玻	2018年11月
	山西利虎玻璃(集团)有限公司	交城二线	500	白玻	2018年12月
山东	威海蓝星玻璃股份有限公司	威海三线	450	色玻	2018年11月
江苏	台玻长江昆山玻璃有限公司	昆山三线	700	白玻	2018年12月
安徽	安徽冠盛蓝玻实业有限公司	六安一线	600	白玻	2018/11/10(停产)
湖北	湖北亿钧耀能新材有限公司	亿钧二线	900	白玻	2018年12月
广东	华尔润集团江门玻璃有限公司	江门二线	900	白玻	2018年3月
福建	漳州旗滨玻璃有限公司	漳州二线	600	白玻	2018年12月
海南	中航三鑫股份有限公司	中航一线	600	白玻	2018年8月
陕西	中玻(陕西)新技术有限公司	一线	350	色玻	2018年11月

资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

图表51: 2010-2019年4月全国主要城市浮法玻璃价格变化趋势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表52: 2011-2019年3月浮法玻璃生产线开工率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2019年国内浮法玻璃冷修数量预计增加,将进一步缓解供给压力。从2018年11月以来,国内浮法玻璃冷修生产线条数大幅增加,截止2019年4月底全国有43条浮法玻璃生产线到期或存在放水停产冷修的计划,约占在产产能的17%。这些到期生产线大多是2008年-2010年四万亿投资的产物,已达到生产线正常冷修时间;由于2017-2018年行业盈利情况较好,导致多数生产线推迟冷修。2019年冷修数量预计增加,将进一步缓解玻璃价格压力,中国玻璃网统计,2019年有冷修计划的生产线约14条,总产能为8670吨/天。

图表53: 2019年国内冷修/预计冷修浮法玻璃生产线统计表

省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	点火时间	冷修时间
广东	广州市富明玻璃有限公司	富明一线	650	2010年7月	2019年1月
	广东新大明玻璃厂	大明一线	170	——	2019年1月
	信义环保特种玻璃(江门)有限公司	江门一线	600	2011年1月	2019年底
	信义环保特种玻璃(江门)有限公司	江门二线	900	2011年3月	2019年1月
河北	中国耀华玻璃集团有限公司	北方二线	600	2010年10月	2019年H1
	石家庄玉晶玻璃有限公司	三线	800	2011年9月	2019年年初
山东	青岛圣戈班韩洛玻玻璃有限公司	青岛一线	500	2005年1月	2019年6-7月
	滕州金晶玻璃有限公司	滕州三线	800	2010年9月	2019年
山西	山西利虎玻璃(集团)有限公司	青春二线	600	2010年10月	2019年
江苏	东台中玻特种玻璃有限公司	东台一线	600	2009年12月	2019年
天津	天津耀皮玻璃有限公司	天津一线	550	2008年10月	2019年4-5月
黑龙江	黑龙江佳星玻璃股份有限公司	佳星二线	600	2010年12月	2019年年初
江西	江西宏宇能源发展有限公司	宏宇一线	700	2011年11月	2019年
青海	青海耀华特种玻璃股份有限公司	青海耀华一线	600	2012年9月	2019年年初

资料来源:中国玻璃网、华泰证券研究所

房地产竣工需求拐点凸显,下半年玻璃价格或将回升

玻璃制造行业的景气程度与房地产投资呈较高的正相关性。从玻璃行业下游需求结构看,我国玻璃下游需求80%来自于房地产,单一的需求结构决定了我国玻璃行业受地产投资的影响显著,存在较强的周期性。建筑玻璃的幕墙等产品安装在地产产业链末端,往往与地产竣工直接联系,与地产销售存在2-4个季度时间差。受益于地产投资保持韧性,18年我国浮法玻璃销量达6.2亿重量箱,同比增长1.4%;19年1月我国浮法玻璃销量为4465万重量箱,同比下降3.3%。

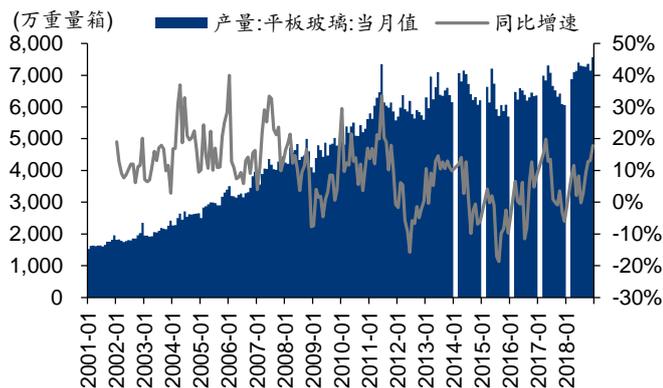
图表54: 2008-2019年1月全国浮法玻璃销量情况(当月值)



资料来源:Wind、华泰证券研究所

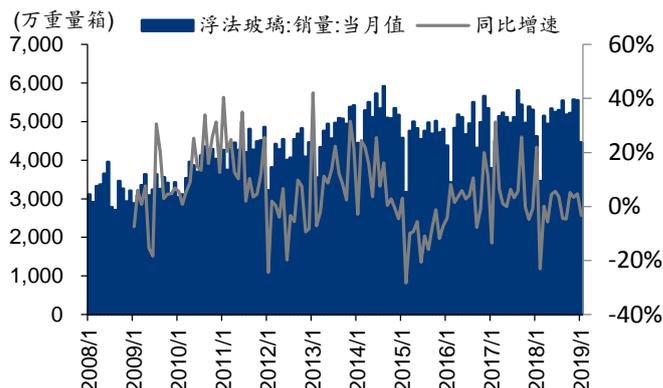
因为地产主导玻璃的需求,剔除供给扰动的因素影响,玻璃周期与房地产周期表现较为明显的同步性,这从玻璃价格与房地产的新开工、施工和竣工数据的高相关性可以看出。中国房地产行业的增速(包括投资、新开工等)整体下滑,玻璃需求的增速也趋于平缓,对应玻璃产销量增速的整体下滑。

图表55： 2011年后玻璃产量增速趋于平缓，对应地产增速的整体下滑



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表56： 2015.2 浮法玻璃销量增速有所反弹，但整体疲弱

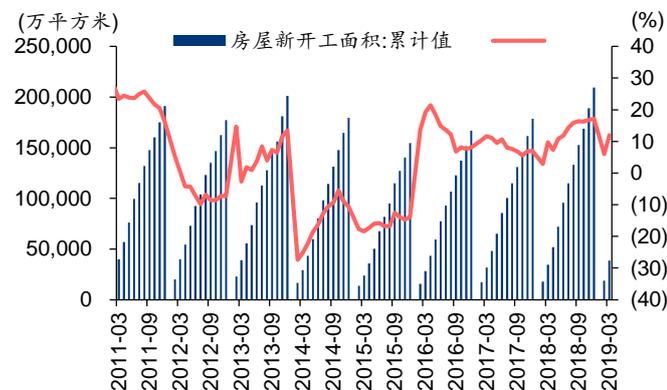


资料来源：Wind、华泰证券研究所

18年新开工面积累计同比增速在3%-17%左右波动，同时房屋新开工面积和房地产开发投资完成额在17-18年都保持稳定的增长。19年1-3月份房屋竣工面积为1.9亿平方米，累计同比下降10.8%，16-19年房屋竣工面积增长呈现递减趋势，我们认为房地产销售提前透支未来需求，后期房地产销售大概率放缓，并传导至玻璃需求。

房地产工程周期一般为1-2年，近年北方工程进度又多受环保因素约束，出现房地产开工和竣工量的脱节。根据国家统计局数据显示，19年1-3月份房屋新开工面积3.9亿平方米，累计同比增长11.9%。

图表57： 2011-2019年3月房屋新开工面积表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

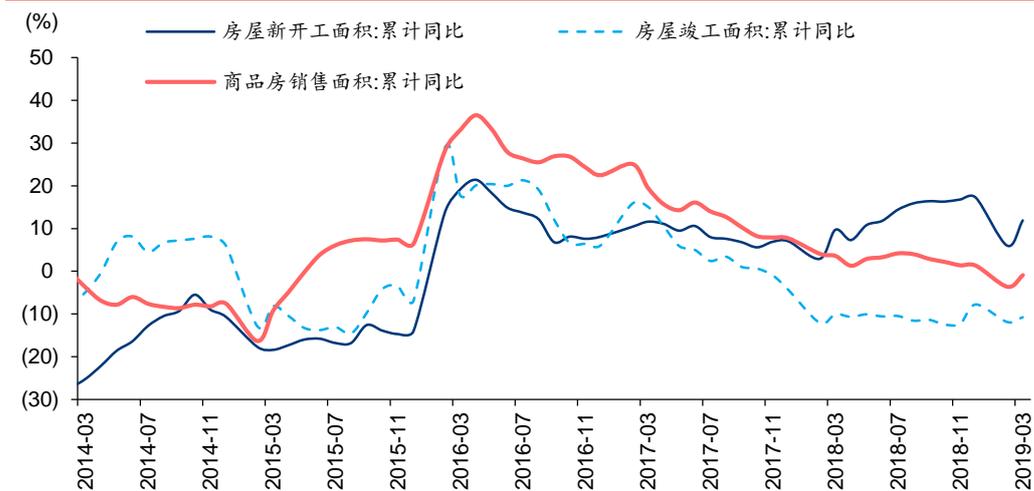
图表58： 2011-2019年3月商品房销售面积表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

随着地产竣工需求逐渐增加，玻璃价格有望回升转暖。中长期来看，我们认为随着地产库存持续3年的去化，今年年中竣工面积增速将会触底回升，叠加2018年新开工新一轮增速的上行，预示着下游将有较大的补库存空间。

图表59： 2014.3-2019.3 房屋新开工、竣工及销售面积累计同比

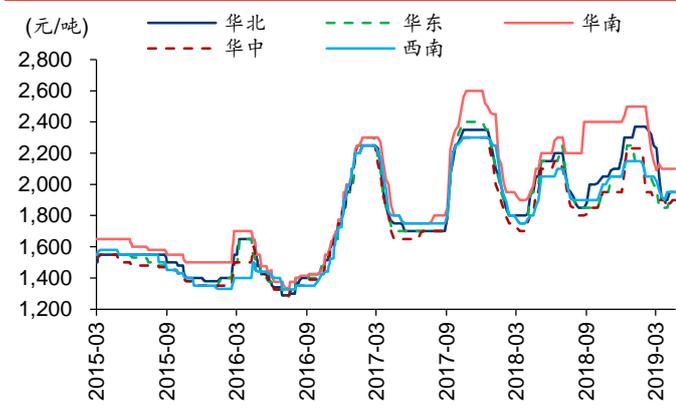


资料来源：Wind、华泰证券研究所

玻璃纯碱价差收窄， 下半年有望逐步回升

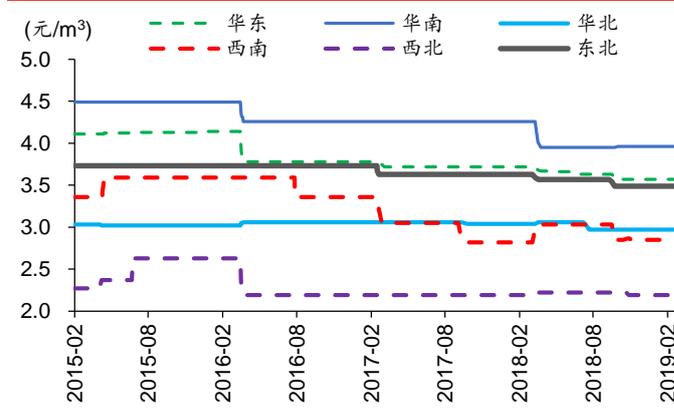
直接材料和燃料动力是浮法玻璃成本的重要组成部分，占比超过 80%。直接材料主要为纯碱和石英砂，其中纯碱约占光伏玻璃成本的 1/5，其价格波动对玻璃盈利水平起到最直接的影响。2019 年年初，检修的纯碱厂家不多，货源供应量充足，下游需求疲软，纯碱厂家整体库存偏高，纯碱价格下滑较快。3 月市场低端价格已经接近成本线，厂家无意继续下调价格，贸易商及下游用户开始陆续入场抄底，纯碱厂家库存明显下降，市场走势略显平稳。3 月下旬纯碱触底反弹，厂家出货较为顺畅。考虑到下游浮法玻璃市场行情低迷，浮法玻璃厂家盈利情况欠佳，对高价纯碱支撑乏力，预计纯碱价格将维稳。

图表60： 2015.3-2019.3 重质纯碱市场价变化趋势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表61： 2015.2-2019.2 工业天然气市场价变化趋势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

燃料动力主要包括石油类燃料、电和天然气。近年国际油价延续震荡上行，“煤改气”推动天然气需求上升，国内重油及天然气运行区间将有所上调。国家加强环保督查，企业脱硫脱硝等环保运行成本提升，预计 2019 年玻璃企业综合成本区间稳中有升。

2018 年受下游需求恢复缓慢影响，浮法玻璃价格自 9 月以来持续走低，在纯碱价格持续走高的背景下，玻璃纯碱价格差持续收窄，浮法玻璃盈利能力承压。2019 年浮法玻璃市场行情持续低迷，虽纯碱价格高位下滑，但玻璃纯碱价格差仍持续收窄，浮法玻璃盈利能力依旧承压。但我们判断进入下半年之后，玻璃需求有望受地产、基建竣工而恢复，对价格起到支撑，带动玻璃纯碱价格差逐步扩大。

图表62: 2010-2018.4 浮法玻璃纯碱价差



资料来源: Wind、华泰证券研究所

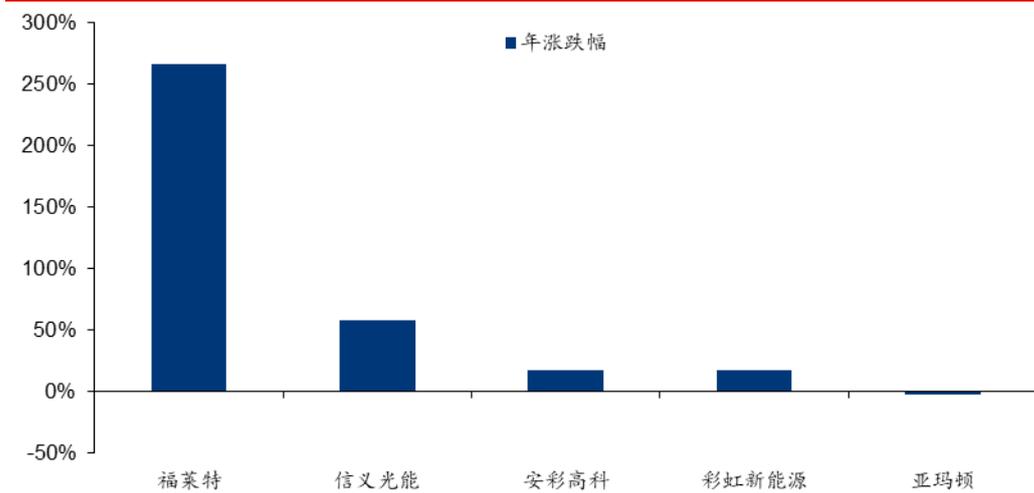
推荐旗滨集团，关注南玻 A 及金晶科技

旗滨集团: 1) 全国浮法玻璃原片龙头企业，公司加大转型升级力度，布局工程玻璃、超白玻璃等高附加值产品；2) 19年房地产竣工大概率改善，旗滨集团作为国内最大的原片生产企业，有望率先受益于房屋竣工的改善；3) 预计公司19-21年净利润为13.4/15.6/17.3亿元，EPS为0.50/0.58/0.64元，维持买入评级。

光伏玻璃：需求激增可期，行业有望回暖

年初至今光伏玻璃个股基本处于涨幅态势。截至2019年5月10日，我们追踪的5家光伏玻璃行业上市公司（亚玛顿、福莱特、安彩高科、信义光能、彩虹新能源），除亚玛顿外，年初至今均实现上幅，其中福莱特实现涨幅358%，系新股上市所致。19年终端需求明显释放，主要系19年光伏装机增长、双玻组件渗透率提升。同时受益于环保政策、集中冷修，光伏玻璃产能增长有限，促进光伏玻璃供需关系显著改善。

图表63：2019年初至今光伏玻璃个股涨幅



资料来源：Wind、华泰证券研究所（截止2019年5月10日）

光伏玻璃企业业绩差异明显，看好行业龙头福莱特。从我们跟踪的5家光伏玻璃企业2018及2019Q1业绩情况来看，福莱特等企业增长较为稳定，19Q1业绩增速达11%。19年Q1福莱特、安彩高科、亚玛顿毛利率都同比下降。其中福莱特作为光伏玻璃行业龙头，19Q1毛利率28.3%，同比下降1.8pct，创近10年新低（除18年年底外）。盈利下降来自原片价格下跌和能源、纯碱成本上涨的多重压力，2019Q1 3.2mm光伏镀膜玻璃出厂均价同比下降782.9元/吨；纯碱原料成本同比上涨129.4元/吨。

图表64：华泰建材组跟踪光伏玻璃企业2018及2019Q1业绩情况

证券代码	证券简称	2018 净利润(亿元)	2018 净利润增速(%)	2019Q1 净利润(亿元)	19Q1 净利润增速(%)	PE(TTM)	PE(2019)
601865.SH	福莱特	4.07	-4.50	1.09	11	61.53	37.36
600207.SH	安彩高科	-3.28	-2608.54	-0.24	154	-13.72	
002623.SZ	亚玛顿	0.82	-532.40	-0.21	-352	49.23	30.03
0968.HK	信义光能	16.32	-16.26			19.31	14.75
0438.HK	彩虹新能源	0.81	-34.28			15.64	

资料来源：Wind、华泰证券研究所（截止2019年5月10日）

环保、冷修推动供给收缩，光伏玻璃行业有望持续高景气

2018年“531”新政是补贴政策收紧的阶段性的顶峰，国内光伏装机规模萎缩，产业链各环节价格大幅下降，行业进入低谷期。受光伏玻璃下游需求偏弱影响，光伏玻璃价格自2018Q2起大幅下跌，最大跌幅达到36%。加之自2018年3月以来，纯碱厂家纷纷公布检修计划降负荷生产，宣布检修集中中期提前到来，纯碱价格触底反弹。在纯碱价格走高的背景下，光伏玻璃纯碱价格差持续收窄，光伏玻璃盈利能力承压，大批企业被迫淘汰，一些企业选择在行业低谷期提前推进冷修计划，产能供给增速放缓。

根据卓创资讯统计，2018年我国光伏玻璃总产能约为778万吨，实际有效产能为565万吨。我们认为，随着供给侧改革和环保约束的不断加力，光伏玻璃供给端将继续受到限制，19年光伏玻璃产量很难实现大幅增长。

图表65: 国内光伏玻璃产能情况

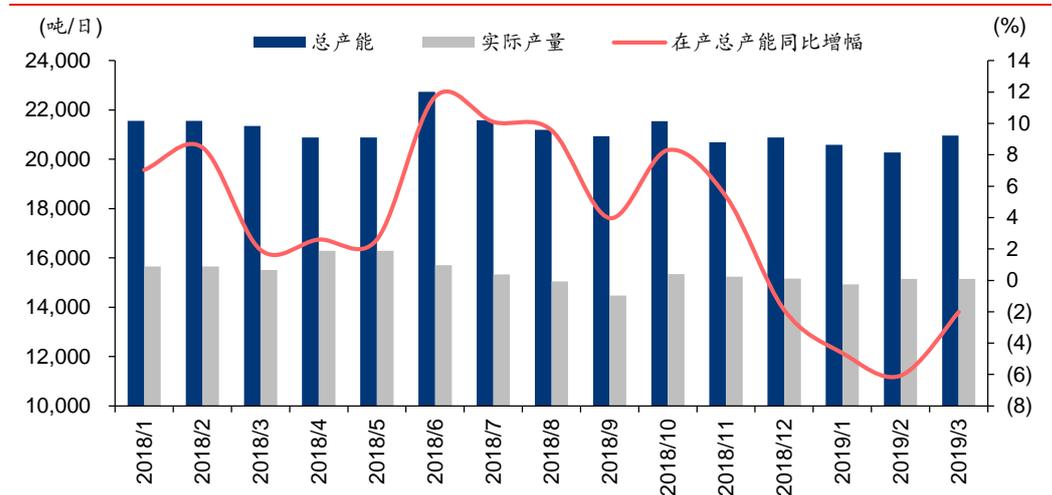
时间	在产企业数量(家)	在产窑炉(个)	在产生产线(条)	总产能(吨/日)	实际产量(吨/日)	在产总产能同比(%)	在产总产能环比(%)	实际产量环比(%)
2018/1	25	41	137	21554	15655	7.04	1.44	1.44
2018/2	25	41	137	21554	15655	8.47	0	0
2018/3	25	41	135	21350	15507	1.94	-0.95	-0.95
2018/4	25	40	131	20890	16294	2.60	-2.34	—
2018/5	25	40	131	20890	16294	2.60	0.00	0.00
2018/6	25	42	139	22740	15701	11.69	8.86	-3.64
2018/7	25	40	130	21590	15336	10.1	-5.06	-2.33
2018/8	25	39	128	21190	15046	9.57	-1.85	-1.89
2018/9	24	38	126	20940	14481	3.97	-1.18	-3.76
2018/10	24	39	130	21540	15339	8.30	2.87	5.93
2018/11	24	38	124	20690	15237	5.35	-3.95	-0.66
2018/12	24	38	126	20890	15163	-1.88	0.97	-0.49
2018 平均				21318	15476			
2019/1	24	37	124	20590	14929	-4.63	-1.44	-1.54
2019/2	23	36	122	20280	15155	-6.07	-1.51	1.52
2019/3	23	37	127	20960	15155	-2.01	3.35	0.00
2019/1-3 平均				20610	15080			

注: 以主流 78%成品率, 叠加 6.93%未释放以及限产产能计算光伏玻璃实际产量

资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

据卓创资讯统计, 19Q1 我国光伏玻璃平均总产能为 20610 吨/日, 平均实际有效产能为 15080 吨/日。2019 年 1、2、3 月国内光伏玻璃在产总产能分别为在 20590/ 20280/20960 吨/日, 分别同比下降 4.63%/ 6.07%/ 2.01%, 环比下滑 1.44%/ 1.51%/ 上升 3.35% 左右。光伏玻璃实际产量约在 14929/ 15155/ 15155 吨/日 (以主流 78%成品率计算光伏玻璃实际产量, 排除 6.93%未释放、限产产能以及复产窑炉未出玻璃), 分别环比减少 1.54%/ 增加 1.52%/ 持平。

图表66: 2018-2019 年 3 月全国光伏玻璃产能、产量情况



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

预计光伏玻璃行业 19 年新增产能为 76 万吨。2019 年潜在新增产能包括信义在马来西亚的 1000 吨产能 (2018 年 12 月点火)、芜湖冷修复产的两条共计 1100 吨产线 (计划 2019H2 复产); 福莱特在安徽凤阳的 1000 吨产能 (计划 2019H1 投产)、在越南的 1000 吨产能 (计划 2019H2 投产)、嘉兴冷修复产的 300 吨产线 (计划 2019H2 复产)。亚玛顿安徽一期 650 吨产线及安彩高科河南 900 吨产线已分别于 2018 年 6 月及 8 月开工, 有望于 2019 年年底投产。

图表67： 2019年国内企业新增光伏玻璃产能

光伏企业	厂址	产线规模 (吨/日)	预计达产时间	对19年光伏玻璃产能贡献 (万吨)
信义	马来西亚	1000	2019.3	30.42
	芜湖	1100	2019.10	10.04
福莱特	凤阳	1000	2019.6	18.25
	越南	1000	2019.10	9.13
	嘉兴	300	2019.10	2.74
亚玛顿	安徽	650	2019Q4	0.00
安彩高科	河南	900	2019.11	5.48
合计		5950		76.04

资料来源：各公司官网、华泰证券研究所

双玻组件+光伏装机双驱动，光伏玻璃需求有望回暖

双玻组件采用两块厚度为 2.5mm 的光伏玻璃取代常规组件 3.2mm 光伏玻璃和背板，相比常规组件，双玻组件对光伏玻璃的需求带动作用更加明显；在使用领域上，双玻组件可以在完全覆盖传统常规组件使用领域的基础上，拓宽应用领域，例如应用于酸雨、高湿度地区等环境恶劣的光伏电站。

生产 1GW 单玻组件需约 5.47 万吨光伏玻璃原片，而生产 1GW 双玻组件需约 6.21 万吨光伏玻璃原片，生产等量双玻组件将提高光伏玻璃原片需求量逾 36%；如果按照面积测算，单位双玻组件对光伏玻璃需求的带动作用相比单玻组件提升 90%。

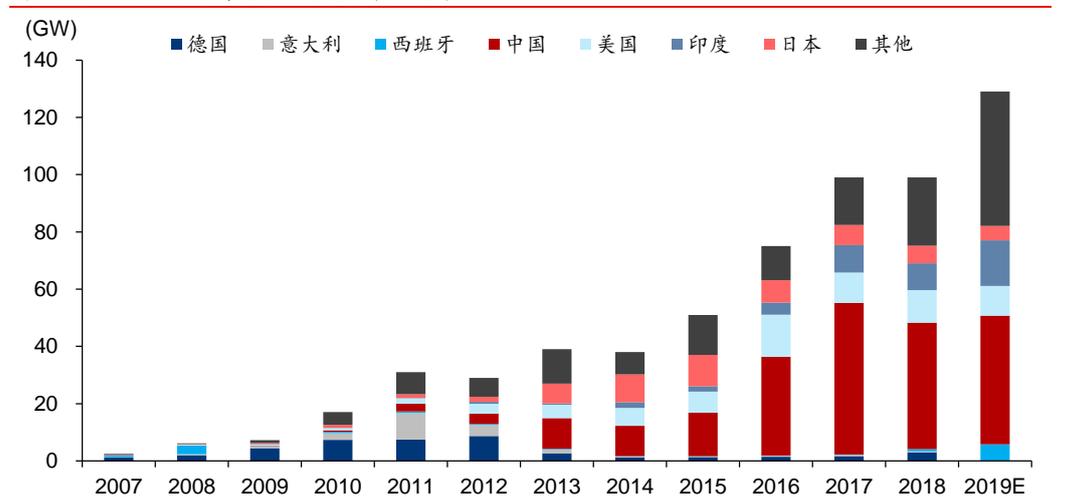
图表68： 双玻组件对光伏玻璃需求量的带动作用

	单位	常规组件	双玻组件
组件面积 (60 片型)	m ²	1.64	1.64
组件功率	W	300	330
玻璃厚度	mm	3.2	2.5
一块组件的玻璃需求量	块	1	2
玻璃需求量	万 m ² /GW	5.47	10.41
光伏玻璃原片需求	万吨/GW	4.56	6.21

资料来源：华泰证券研究所

光伏玻璃下游景气度持续向好，为光伏玻璃行业发展锦上添花。2018 年受“531”新政（补贴政策收紧的阶段性顶峰）的影响，国内光伏装机规模萎缩，产业链各环节价格大幅下降，行业进入低谷。与此同时，该政策倒逼企业加速技术升级，降低生产成本，淘汰落后生产力，主动戳破了光伏产业泡沫，为其之后的健康发展打下了基础。

图表69： 2013-2019年各国新增光伏装机统计



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年光伏产业政策不确定性减弱，行业将加速成长，有望重拾上升周期。19年2月能源局等相关部门以座谈会等形式征求对于2019年光伏产业政策的意见，国家能源局相关负责人表示，本次政策调整的基本思路之一是稳中求进、2019年的国内需求确定性增加，三四季度迎装机旺季。我们预计2019年国内光伏新增装机仍将同比稳中有升，达到45GW，全球光伏新增装机有望维持在115-120GW的高位。随着光伏发电成本显著下降，其成本低于煤电指日可待，当2020年后，中国光伏实现完全平价上网之后，其增速会进一步提高。

敏感性分析结果表明，当全球光伏新增装机量和双玻组件渗透率在预测的合理区间时，即预计2019年全球光伏新增装机量将大概率达到115~120GW，双玻组件渗透率有望提升至18%~25%，对应光伏玻璃需求增长约为17.92%~29.74%。

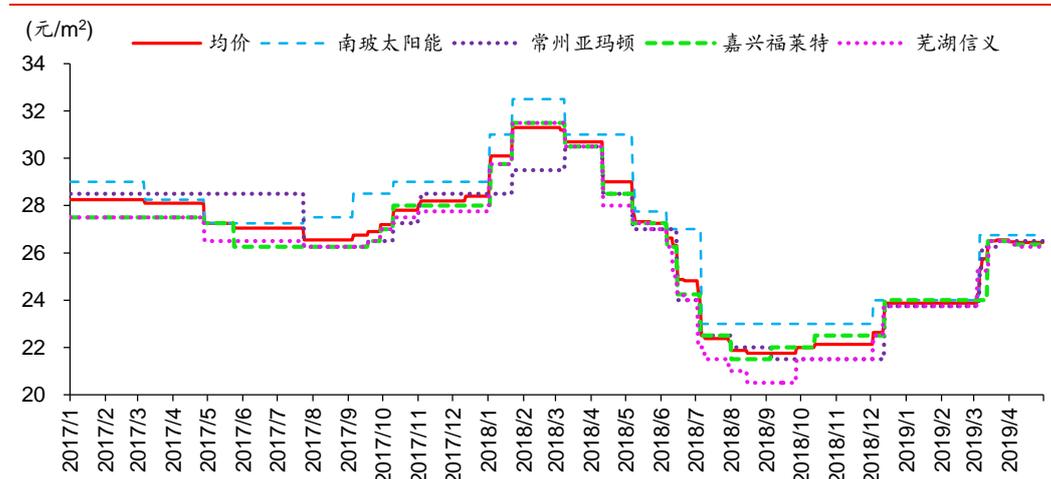
图表70：2019年光伏玻璃原片需求增速敏感性分析

双玻组件渗透率	2019年全球光伏新增装机量 (GW)				
	110	115	120	125	130
15%	10.16%	15.16%	20.17%	25.18%	30.19%
18%	12.79%	17.92%	23.04%	28.17%	33.30%
20%	14.54%	19.75%	24.96%	30.16%	35.37%
23%	17.18%	22.50%	27.83%	33.16%	38.48%
25%	18.93%	24.34%	29.74%	35.15%	40.56%
28%	21.57%	27.09%	32.62%	38.14%	43.67%
30%	23.32%	28.93%	34.53%	40.14%	45.74%

资料来源：华泰证券研究所

预计2019年光伏玻璃供需关系将显著改善，有望推动光伏玻璃价格强势回升。光伏玻璃价格自18年3月起持续暴跌，Q4初期开始反弹，年底前涨幅加大。19年光伏玻璃在下游淡季的1月份实现大幅提价，3月再度提价，截至4月底给我国3.2mm镀膜光伏玻璃出厂均价已回升至26.44元/平方米。我们判断2019年全年光伏玻璃价格趋势大概率向上。

图表71：2017-2019年4月3.2mm光伏镀膜玻璃出厂价走势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

重视光伏玻璃投资机会，关注亚玛顿、南玻A

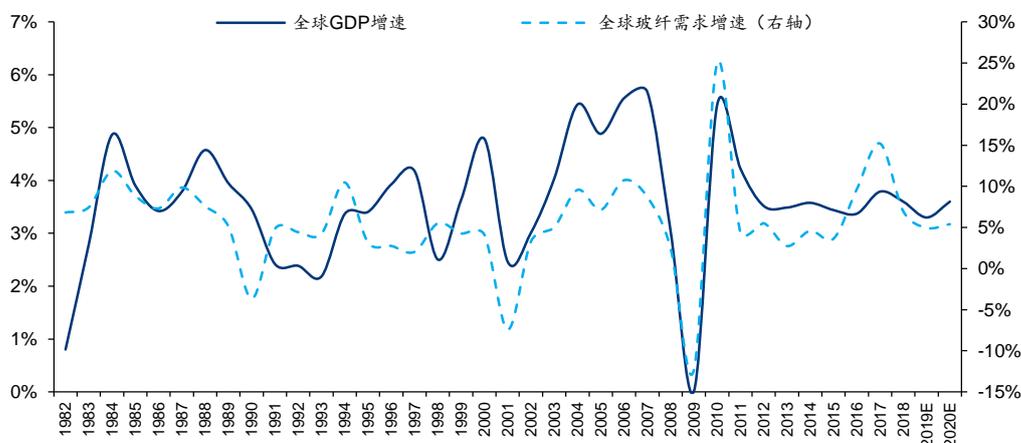
亚玛顿：1) 国内双玻组件的主要推动者之一，有望受益于行业景气度回升和双玻组件渗透率提升；2) 公司积极拓展超薄玻璃钢化在显示器盖板玻璃、导光板玻璃的应用；同时超薄玻璃镀膜+钢化的技术路线契合新能源汽车轻量化趋势；3) 战略调整扭转颓势，出售电站降低负债率，大股东自建光伏玻璃窑产能解决原片供应问题，公司长期盈利能力有望改善；4) 预计公司19-20年EPS为0.52/0.65元，给予增持评级。

玻纤：全球经济不确定性加大，中国企业竞争力凸显

长期：需求端与全球经济景气度相关性高，竞争格局稳定

全球玻纤需求与全球经济周期相关性高，预测 2019-2020 年玻纤需求年均增速约 5%。玻纤行业周期与全球经济周期密切相关，据我们测算全球 GDP 增速与全球玻纤需求增速相关系数达 0.6，我们认为主要原因有二：（1）玻纤行业发展已较为成熟，全球六大家企业产能集中度达到 3/4 以上，受局部地区需求波动影响较小；（2）玻纤下游应用广泛，涵盖建筑建材、交通、消费、工业、风电等领域，且不断向高端领域拓展，受单一行业影响较小。按照 OC 2018 年报中的预测，全球玻纤需求增速约为全球 GDP 增速的 1.6 倍，根据 IMF 对全球 GDP 增速的预测，我们判断 2019-2020 年全球玻纤需求增速约为 5%，由于玻纤的替代属性，在航空航天、核电、电子、新能源汽车等新领域应用增加。

图表72：1982-2020E 全球 GDP 增速及玻纤需求增速



资料来源：IMF、OC 报告、华泰证券研究所

中国玻纤工业协会数据显示，玻纤下游需求广泛，建筑、交运及电子电器等领域合计需求占比 70%。从下游需求来看，我国玻纤行业下游主要集中在电子电器、建筑及管罐行业，相较海外仍存结构性差异，我国电子电器用纱比例显著高于欧美，但没有消费品用纱。

图表73：玻璃纤维及制品主要种类及应用

等级	产品种类	涉及行业
低端	直接粗纱	基础设施、化工、建筑、电子电器、体育器材等
	合股粗纱	建筑、卫浴、汽车、轨道交通、电子电器等
中端	细纱	电子行业和工业织物行业
	热塑短切	汽车、轨道交通、电子电器、建材等
	热塑长纤	汽车工业中的半结构应用领域
	方格布	汽车、基础设施、造船、模具等
高端	电子布	电子行业
	毡制品	汽车、轨道交通、建筑、卫浴、基础设施等
	经编织物	风电叶片、机舱罩、模具、造船、体育器材、救生设施等
	耐碱纤维	建筑墙板、道路混凝土增强、工业地坪、水泥管道/电杆等

资料来源：泰山玻纤公告、华泰证券研究所

图表74：2010至2018年我国玻纤及制品产量和表观消费量增加

玻璃纤维及制品	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量	256	279	288	285	308	323	362	408	468
增速%		9.0%	3.2%	-1.0%	8.1%	4.9%	12.1%	12.7%	14.7%
进口数量	26	21	20	23	25	23	19	20	19
出口数量	121	122	121	119	129	125	131	145	159
净出口	95	101	101	96	105	102	112	125	140
表观消费量	161	178	187	189	203	221	250	283	328
增速%		10.8%	5.3%	1.0%	7.5%	8.8%	13.0%	13.2%	15.9%

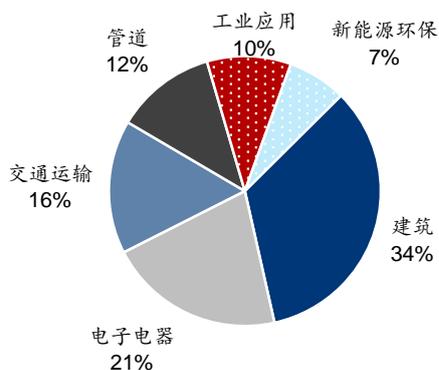
资料来源：Wind、中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

图表75：2010至2018年产量和表观消费量增加



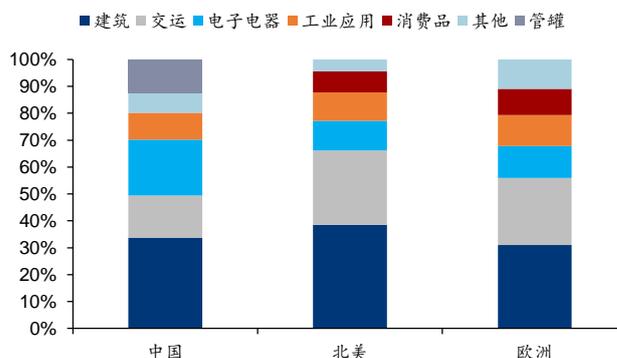
资料来源：Wind、中国玻纤工业协会、华泰证券研究所测算

图表76：2018年国内玻纤下游需求分布



资料来源：中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

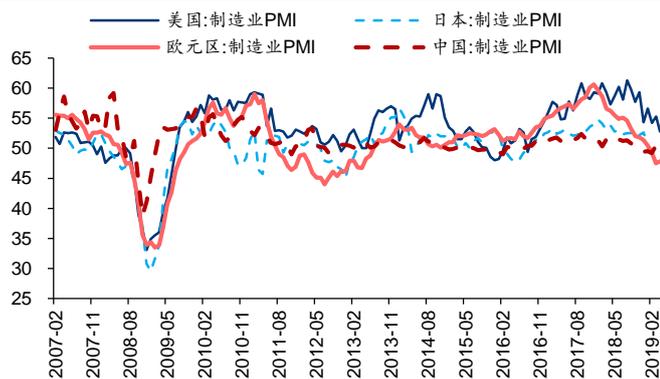
图表77：2016年中国、北美、欧洲玻纤下游需求分布



资料来源：巨石2017年第一期绿色中票信用评级资料、华泰证券研究所

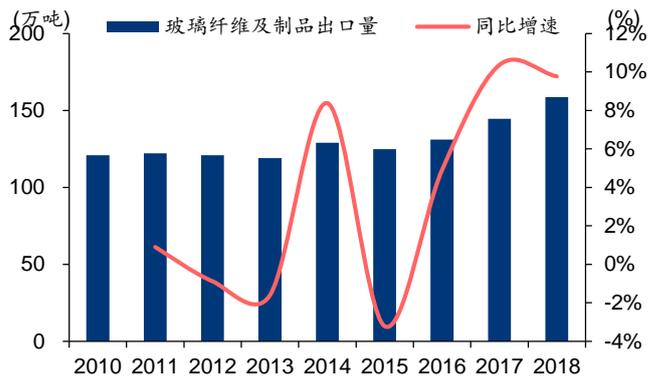
2018年下半年以来主要经济PMI向下，2019年全球经济不确定性加剧。2016年下半年到2018年，全球主要经济区PMI指数均处于荣枯线以上，其中美国顺周期财政扩张，日本重回复苏轨道，欧盟经济整体平衡，中国经济保持高水平增长，但2018年下半年以来，主要经济体均出现了PMI向下拐点，目前欧元区、日本已经回到枯荣线以下。2017年我国玻纤及制品出口145万吨，占总产量的36%；其中出口美国29万吨，占出口量的20%，是主要的出口国。2019年的系统性风险在于中美贸易摩擦带来的全球经济增速下滑及对玻纤行业征收10%关税对出口产生的不利影响，但我们认为贸易摩擦带来经济断崖式滑坡的可能性不大，抵御经济风险的手段包括产品结构高端化、生产基地全球化等。2018年中国巨石出口欧盟地区、印度、土耳其和美国的收入占其总收入比例分别为25%、6%、9%、5%。

图表78： 2007.02-2019.3 美国、日本、欧元区及中国制造业 PMI



资料来源：Wind、华泰证券研究所
注：欧元区制造业 PMI 截止 2019.4

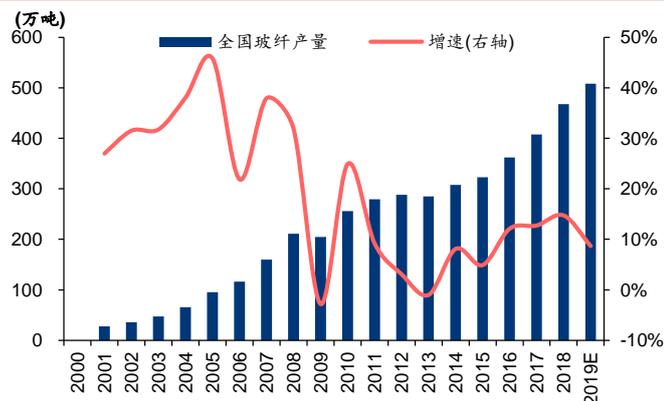
图表79： 2010-2018 我国玻纤出口量及增速



资料来源：中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

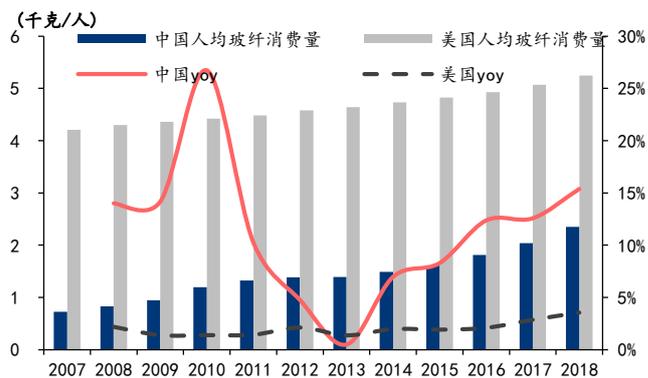
需求内在稳定性强，我国玻纤及制品人均消费量较海外仍有差距。2000-2018年，全国玻纤产量快速扩张，2018年全国产量已达468万吨，CAGR(2001-2018)18%，企业依靠新建+冷修扩大产能规模、提升自动化水平以降低成本与管理费用，提升竞争力。我国玻纤人均消费量稳定抬升，体现出国内玻纤需求内在稳定性较强；但2018年绝对值仅2.4千克/人，距离美国的5.2千克/人仍有较大差距。一方面源于我国人口的高基数，另一方面与在中高端领域渗透率低、未实现规模化应用也有关。

图表80： 2000-2019E 全国玻纤产量及增速



资料来源：中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

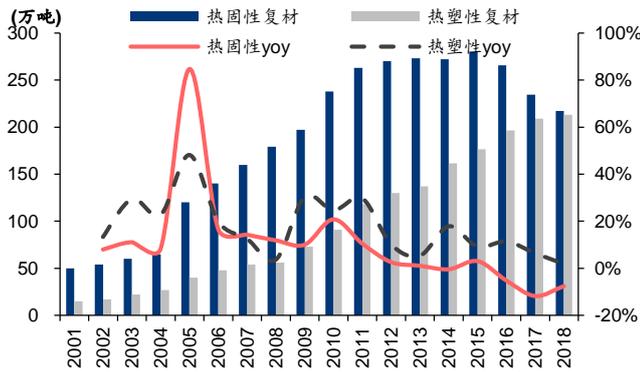
图表81： 2007-2018 年中国、美国人均玻纤消费量及增速



资料来源：Wind、中国玻纤工业协会、智联资讯、华泰证券研究所

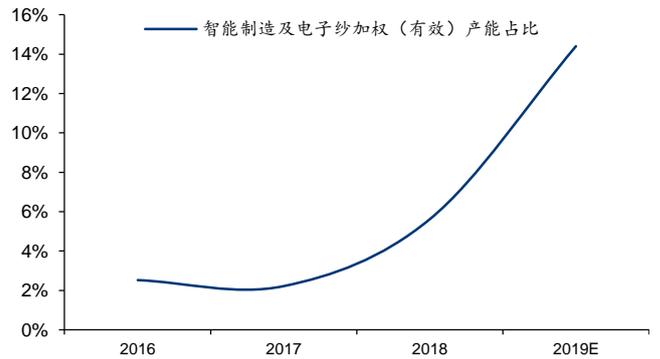
下一个阶段玻纤行业的成长将从产能扩张主导转向技术升级主导。我们认为在航空航天、核电、超大型建筑、高频 PCB 板、新能源汽车、风电等的引领驱动下，玻纤行业的需求增长仍然在持续，长期成长逻辑不改。我们判断玻纤行业未来的竞争优势在于通过技术革新与智能制造带来的产品向中高端升级，以产能简单复制扩张为目的的粗放式产能扩张时代或将过去。根据玻纤复材信息网数据，热塑性玻纤复材产量（中高端产品，用于汽车轻量化、风电、船舶等）2009年至2018年的复合增长率为12.4%，高速增长，而热固性复材则于2015年起出现逐年下滑。同时，全球玻纤龙头中国巨石也更加注重高端产能的扩张，截至2018年底，已有年产15万吨无碱粗纱的智能生产线和年产10.5万吨的电子纱生产线投入使用。预计2020至2022年将分别投产6万吨电子纱、6万吨电子纱和15万吨无碱粗纱智能生产线，进一步提升竞争力。

图表82: 2001-2018年玻纤热固性、热塑性辅材产量及增速



资料来源: 玻璃纤维复合材料信息网、华泰证券研究所

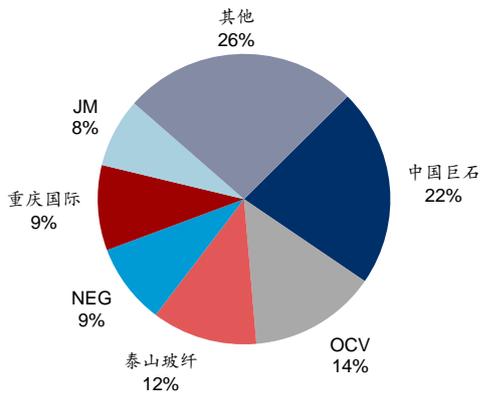
图表83: 2016-2019E 中国巨石智能制造及电子纱加权(有效)产能占比



资料来源: 中国巨石公告、华泰证券研究所

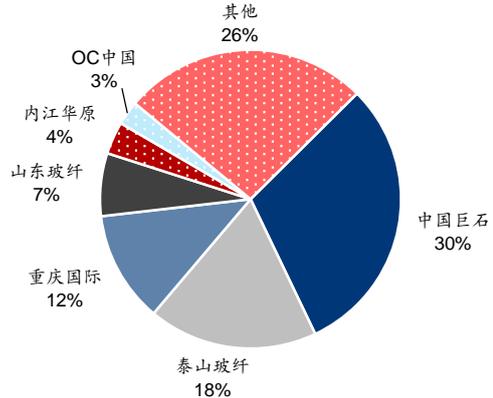
全球和中国玻纤均呈现寡头垄断的竞争格局, 高端产品竞争格局更佳。截至 2018 年底, 全球玻纤总产能为 780 万吨, 中国巨石、美国欧文斯科宁(OC)、日本电气硝子公司(NEG)、泰山玻纤、重庆国际(CPIC)、美国 JM 这全球六大玻纤生产企业占全球产能 75% 以上, 截至 2018 年底, 我国玻纤总产能为 500 万吨, 中国巨石、泰山玻纤、重庆国际占国内产能 60% 以上。

图表84: 2018年全球玻纤产能分布



资料来源: 中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

图表85: 截至2018年底国内玻纤企业产能分布



资料来源: 公开资料、华泰证券研究所

短期: 18年下半年新增产能冲击影响预计有望在19年上半年结束

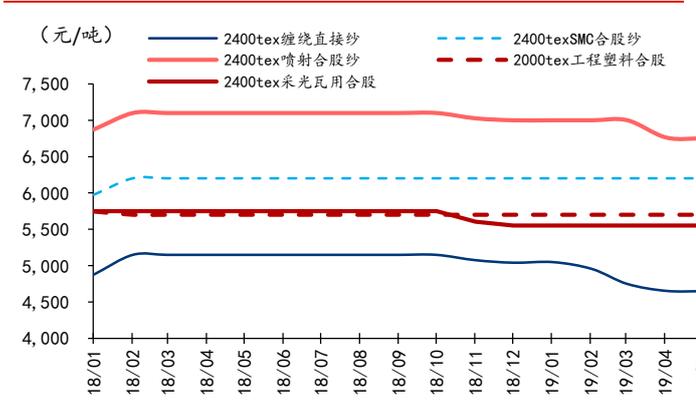
2018年全球玻纤新增产能94.5万吨, 19年新增产能37万吨, 预计18年大量新增玻纤产能冲击的影响有望在19年上半年结束。根据卓创资讯数据, 2018年我国预计新增产能94.5万吨, 较全球产能同比增长13%; 新增产能实际发挥24.2万吨, 较全球产量同比增长3.2%。玻纤产能主要于2018年下半年增加, 到18年底因产能增速逐步失控, 导致市场供需失衡, 玻纤纱及部分玻纤制品价格大幅下调, 其中7628电子布价格已经跌至3.5元每米, 为2016年10月以来最低。另外有34万吨产能于2018年底点火, 实际产能释放预计于2019年一季度, 导致2019Q1玻纤价格继续下探。根据卓创资讯数据, 玻纤产品报价均从18年11月出现不同程度下跌, 其中低端产品的价格下跌幅度更显著。2019年玻纤新增产能总计仅为37万吨, 新增产能有限, 从季度边际新增产能来看, 18Q3-19Q1是压力最大的几个季度, 预计18年大量新增玻纤产能冲击的影响有望在19年上半年结束。

图表86: 2018年&2019年玻纤行业实际新增产能

大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能	新增产能	18新产能发挥	19新产能发挥	20新产能发挥	品种	备注
18年新增生产线											
华东	江西	巨石九江	九江	3线	12	12	8	4		无碱粗纱	2018年2月点火
华东	山东	中材庞贝捷金晶	淄博	3线	8	8	3	5		缠绕/板材	2018年5月8日点火
西南	四川	内江华原	内江	1线	4.5	4.5	1.9	2.6		无碱粗纱	2018年5月20日点火
华东	江西	江西元源	上犹	1线	5	5	2.1	2.9		无碱粗纱	2018年5月21日点火
华东	江西	巨石九江	九江	1、2线	20 (15)	5	2.5	2.5		无碱粗纱	2018年5月复产, 15万吨改20万吨
华中	江西	江西大华	江西	1线	4 (3)		1	0.3	0.7	中碱改无碱	2018年7月5日点火, 3万吨改4万吨
华中	林州	林州光远	林州	2线	5	5	1.3	3.7		电子纱	2018年8月9日上午点火
西南	重庆	CPIC	大渡口	5线	10 (5)	5	1.3	3.7		无碱粗纱	2018年8月15日, 5万吨改10万吨
华东	浙江	巨石桐乡	桐乡	智能1线	15	15	3.8	11.2		无碱粗纱	2018年8月21日点火
华东	安徽	安徽丹凤	桐城	2线	3	3	0	3		电子纱	2018年11月点火
华东	山东	泰山玻纤	泰安	6线	10	10	0	10		无碱粗纱	2018年11月点火, 2019年实际释放
东北	辽宁	辽宁炜盛	凌源	1线	7	7	0	7		无碱粗纱	2018年11月18日点火, 2019年实际释放
华东	浙江	巨石桐乡	桐乡	1线	6	6	0	6		电子纱	2018年12月18日点火
华东	山东	山东玻纤	格赛博	2线	8	8	0	8		无碱粗纱	2018年12月点火
总计						94.5	24.2	70.3			
19年新增生产线											
华东	山东	泰山玻纤	泰安	7线	10	10		0	10	无碱粗纱	预计2019年年底
华中	河南	林州光远	林州	四期	3	3		0	3	高性能电子纱	预计2019年底建成投产
西南	重庆	重庆国际	长寿	F11线	11	11		6.4	4.6	高模量	2019年3月底点火
美国	美国	中国巨石	美国	1线	8	8		4	4		预计2019年5月底点火
泰国	泰国	四川威远	泰国	1线	5	5		2.5	2.5		预计2019年4月点火
合计						37.0	12.9	24.1			

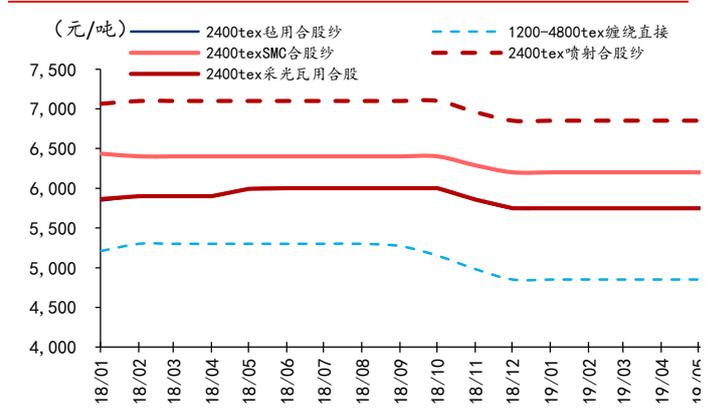
资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

图表87: 巨石集团玻纤产品报价从18年10月开始下跌



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

图表88: 泰山玻纤产品报价从18年10月开始下跌

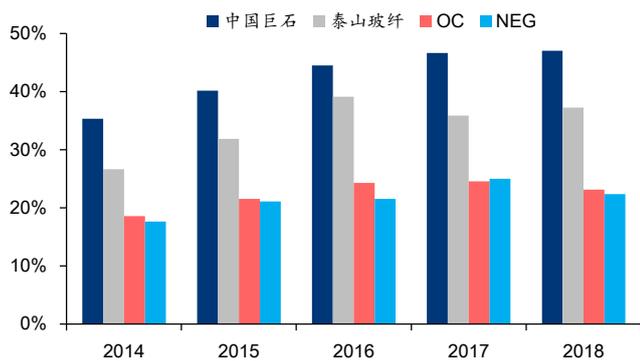


资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

中国玻纤企业具备全球成本+技术优势, 推荐中国巨石、中材科技

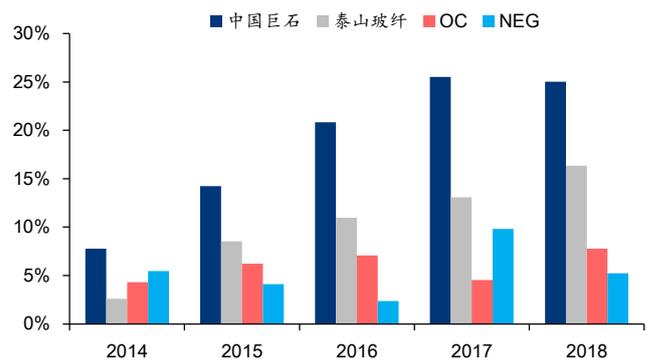
中国玻纤龙头具备成本优势, 盈利水平高。全球范围来看, 中国巨石和泰山玻纤是全球毛利率排名前2的玻纤企业, 2018年中国巨石毛利率达到47%, 泰山玻纤毛利率达到37%。净利率层面看, 中国巨石2018年净利率达到25%, 泰山玻纤达到16%, 显著高于OC和NEG的盈利水平。就国内玻纤行业盈利状况看, 2010年以来, 我国玻纤行业利润总额率大约在6%-8%波动, 而中国巨石的利润总额率从11%上升到了28%, 提现了公司注重研发, 产品结构优化保证价格平稳或小幅提升, 通过冷修技改技术升级等举措不断降低成本, 加强费用控制, 优化资本结构等方式降低期间费用率, 最终体现在盈利水平的不断提升。

图表89: 全球主要玻纤企业毛利率比较 (%)



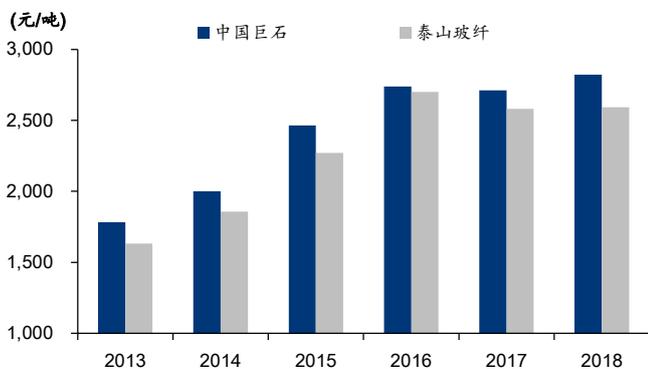
资料来源: 中国巨石、泰山玻纤公告、华泰证券研究所

图表90: 全球主要玻纤企业净利率比较 (%)



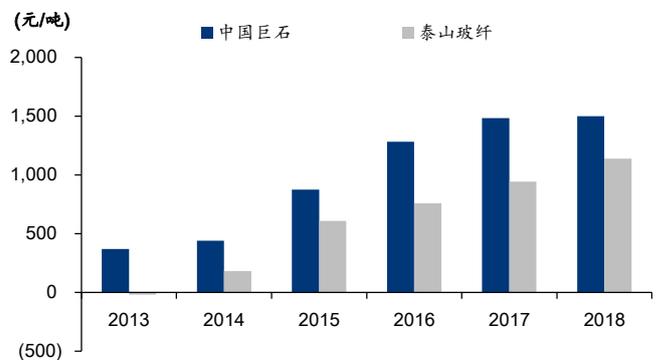
资料来源: 各公司公告、卓创资讯、华泰证券研究所

图表91: 中国巨石 vs 泰山玻纤吨毛利比较 (元/吨)



资料来源: 中国巨石、泰山玻纤公告、华泰证券研究所

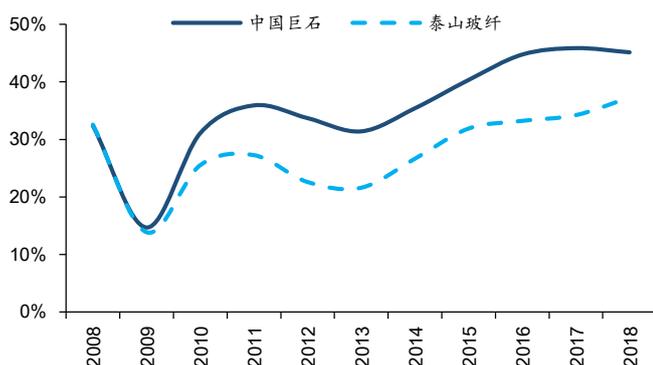
图表92: 中国巨石 vs 泰山玻纤吨净利比较 (元/吨)



资料来源: 各公司公告、卓创资讯、华泰证券研究所

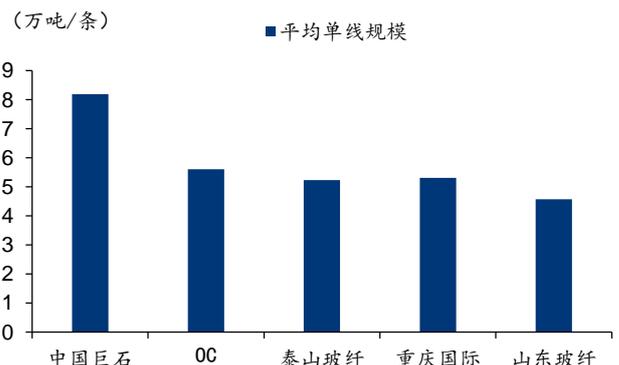
中国巨石的**成本优势**之一源于冷修技改带来的**规模优势及工艺改进**。2011年以前中国巨石与泰山玻纤的毛利率基本一致，2012年起，中国巨石开始进入密集冷修期，两家公司的毛利率差距拉开。冷修技改对于玻纤企业的作用主要有二：(1) 扩大单线规模，折旧低。2018年中国巨石平均单线规模已达到8.2万吨/条，显著高于泰山玻纤(5.2万吨/条)等企业；(2) 设备、工艺改进带来的效率提升：纯氧燃烧技术提升燃烧效率，矿石、浸润剂配方改善提高生产效率等。以2018年上半年冷修技改的九江二期为例，在实施智能化改造后，可实现生产效率提升20%以上，运营成本降低20%，产品研制周期缩短30%，能源利用率提高20%。同时，巨石单位产能人数显著低于泰山玻纤，按照2017年每万吨/年产能对应人数来看，中国巨石为73人，显著低于泰山玻纤的117人。

图表93: 中国巨石 vs 泰山玻纤毛利率比较 (%)



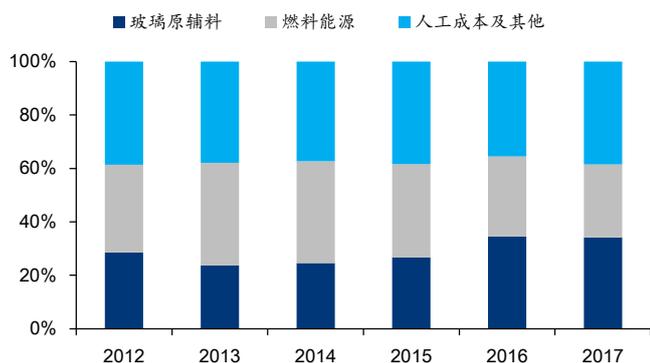
资料来源: 中国巨石、泰山玻纤公告、华泰证券研究所

图表94: 2018年主要玻纤企业平均单线规模比较



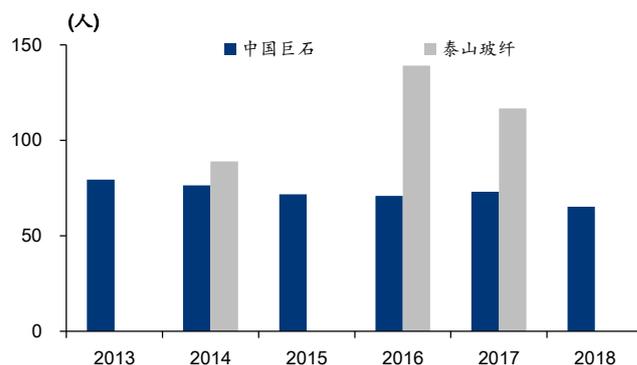
资料来源: 各公司公告、卓创资讯、华泰证券研究所

图表95： 中国巨石玻纤及制品成本结构



资料来源：中国巨石公司公告、华泰证券研究所测算

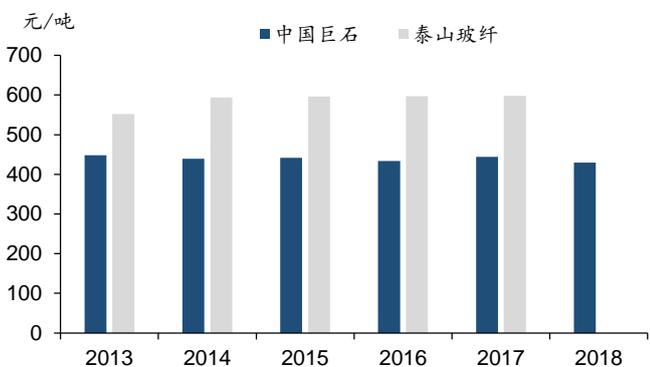
图表96： 单位万吨/年产能所需人数比较



资料来源：中国巨石&泰山玻纤公告、华泰证券研究所（注泰山玻纤部分年份数据缺失）

中国巨石的成优势之二在于原材料及能源采购优势。我国叶腊石储量 5500 万吨，主要集中在我国的福建、浙江、内蒙古三处。目前中国巨石 90% 的叶腊石采购量来自子公司桐乡磊石微粉有限公司，依靠自身资源禀赋，采购单价明显低于泰山玻纤。除此之外，中国巨石采用更高能效的纯氧燃烧技术，有效降低单位能耗，并采用廉价的管道天然气代替高价的液化石油，天然气的运用使能源成本大幅降低。巨石的生产基地布局（拥有浙江桐乡、江西九江、四川成都、埃及苏伊士、美国南卡五个生产基地）及全产业链布局（原材料—生产基地—物流—销售网络）非常有助于巩固公司的成本优势。

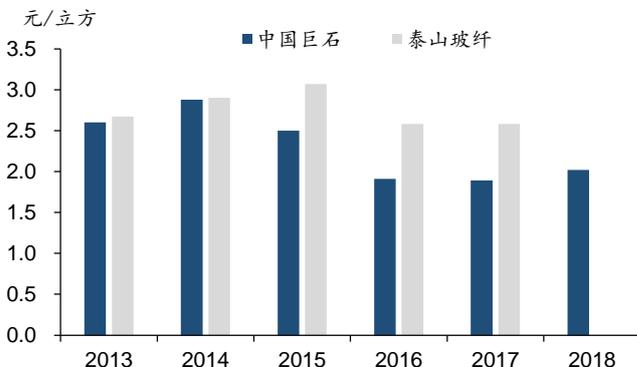
图表97： 2013-2018 年中国巨石、泰山玻纤叶腊石采购均价



注：无 2018 年泰山玻纤叶腊石采购均价数据

资料来源：中国巨石、泰山玻纤公告、华泰证券研究所

图表98： 2013-2018 年中国巨石、泰山玻纤天然气采购均价



注：无 2018 年泰山玻纤天然气采购均价数据

资料来源：中国巨石、泰山玻纤公告、华泰证券研究所

19Q1 可能是最差的季度，长期布局时点到来。中国巨石自 2014 上半年到 2018 年底实现连续 19 个季度收入增长、自 2013 年第三季度到 2018 年第三季度实现连续 21 个季度利润增长，即便在地产投资为负的 2015 年，收入利润仍保持大幅正向增长。这也源于公司依靠产能稳步扩张（2013-2018 年主要以冷修为主），减弱周期对公司的影响，2013-2018 年公司产能复合增速 10.3%。受益于产能扩张，中国巨石吨成本由 2013 年的 3805 元降至 2018 年的 3176 元，降幅达 17%。2019Q1 主要由于 2018Q1 销量高基数以及同比玻纤价格下跌较多影响，公司玻纤收入基本同比持平，毛利率同比下降较多。根据公司电话会信息，4 月以来价格企稳现象明显，3 月以来产销率已经恢复到 100%，我们预计销量二季度可以恢复到 15%，价格环比企稳。

图表99: 2012-2019Q1 中国巨石营业收入及增速



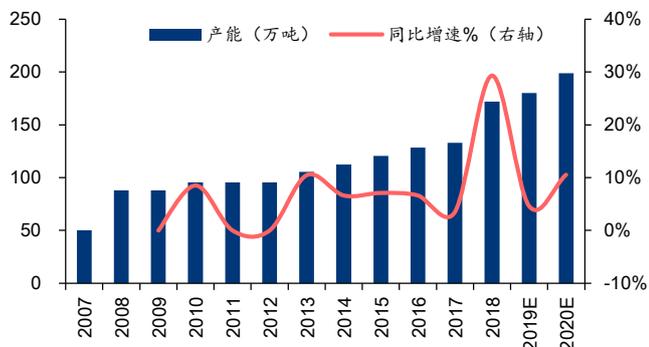
资料来源: 中国巨石公告、华泰证券研究所

图表100: 2012-2019Q1 中国巨石归母净利润及增速



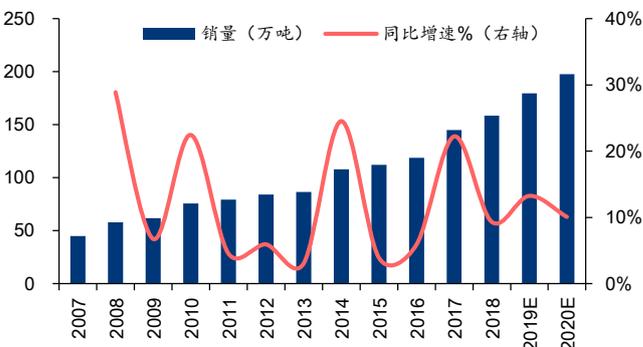
资料来源: 中国巨石公告、华泰证券研究所

图表101: 2007-2020E 中国巨石玻纤产能及增速



资料来源: 中国巨石公告、华泰证券研究所

图表102: 2007-2020E 中国巨石玻纤销量及增速



资料来源: 中国巨石公告、华泰证券研究所

推荐中国巨石: 1) 全球玻纤龙头, 成本优势和技术实力显著; 2) 先进管理水平有望继续压低公司费用率水平; 3) 中长期看好巨石的生产基地全球布局及产业链一体化优势, 有望进一步压低公司成本; 4) “两材”合并有望解决巨石与泰玻的同业竞争问题, 进一步提升全球定价权, 预计公司 2019/2020 年利润分别为 26/29 亿元, 对应 14/12x 19/20e P/E。

我们认为市场低估公司长期成长潜质, 估值处于绝对低位。对产能集中投放、贸易摩擦、汇率波动的担忧放大了股价波动, 估值水平也明显低于 2013-2014 年熊市、上一轮欧盟玻纤反倾销期间平均 PE (TTM) 26x。从中国巨石 PE/沪深 300PE 来看, 公司当前也处于历史估值低位。

图表103: 上市以来至今中国巨石 PE(TTM)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表104: 上市以来至今中国巨石 PE(TTM)/沪深 300PE(TTM)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

推荐中材科技：1) 18 年玻纤盈利超预期，预计未来盈利能力仍有提升空间；2) 风电行业景气上行，2019 年有望迎来抢装潮，进而带动叶片需求；3) 锂膜生产线建设完毕，已为多家国内电池企业批量供货，期待 19 年放量；4) 预计 2019/2020 年利润分别为 14/16 亿元，对应 11/9x 19/20e P/E。

建筑陶瓷：竣工企稳供给收缩，建筑陶瓷浴火重生

建陶需求触底，地产竣工有望带动行业回升

建陶产量高速增长长期结束，2018年产量同比下滑11.2%。1998年以来，我国建筑陶瓷产量经历了一轮完整的产业周期。21世纪前后，我国建筑陶瓷产量经历了一轮快速扩张。2004-2011年，我国建筑陶瓷产量从30亿平增长至87亿平，连续8年维持两位数增长，CAGR+18%。2012-2014年进入个位数增速增长阶段，2014年建陶产量达到102亿平，三年CAGR+5.5%。2015-2017年，全国建陶产量稳定在101-102亿平左右，其中2016年受三四线地产提振，瓷砖产量同比增长0.84%。2018年受国内经济发展增速放缓、房地产市场去库存和金融市场去杠杆导致需求快速下降等因素影响，全国建陶产量仅90.11亿平，同比下降11.2%，与2012年89.93亿平方米的产量基本相当，创1999年以来单年最大跌幅，1998年受金融危机影响，全国建筑陶瓷产量曾同比下降13.4%。

图表105：全国建筑陶瓷产量及同比增速



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

建陶出口量全球第一，2018年出口降幅收窄。目前我国是世界第一大建筑陶瓷出口国，2018年陶瓷砖出口量约7.5亿平，出口额39.86亿美元，而进口量约1000万平，进口额仅1.49亿美元。2008年以来，陶瓷砖出口额保持快速增长趋势，至2015年达到峰值83.26亿美元，而后陶瓷砖出口额连续三年出现负增长，主要系近年来意大利、西班牙等陶瓷强国在高端市场的份额不断提升，而中低端市场又受到印度等其他国家新兴产区的冲击，两头受挤压致使我国陶瓷砖出口出现了量价齐跌的现象。2018年在贸易冲突等背景下，建陶出口额同比下降10%，但降幅较前两年收窄。其中编码为69072190的其他贴面砖、铺面砖（包括炉面砖及墙面砖，马赛克及饰面陶瓷除外），按重量计吸水率 $\leq 0.5\%$ 的品类是进出口最主要产品，2018年占出口总额的54.82%，进口总额的72.33%。

与此同时，2016年以来我国瓷砖进口市场增长迅猛，2017年进口瓷砖实现了快速增长，进口额首次突破了一亿美元大关，达到了1.26亿美元，2018年保持高速增长态势，实现进口额1.49亿美元，同比增长17.74%，但增速较2017年的42.21%放缓。

图表106: 我国陶瓷砖出口情况



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

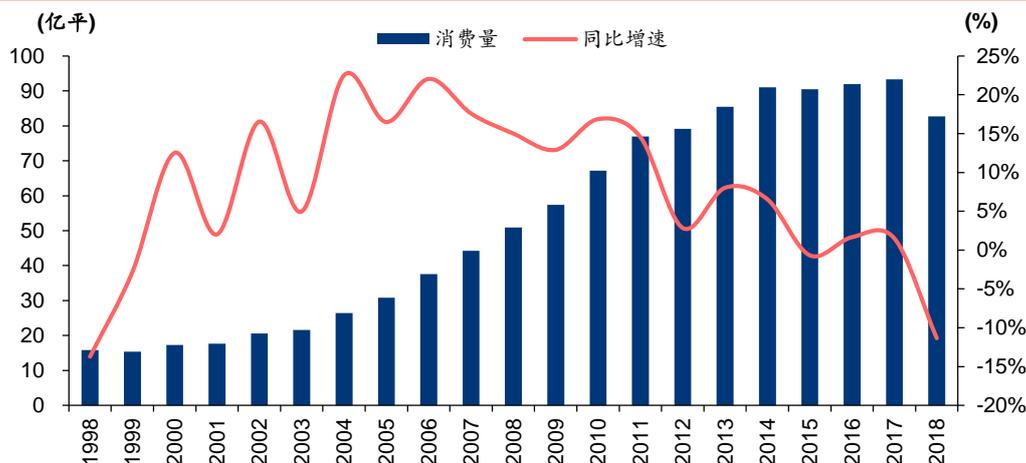
图表107: 我国陶瓷砖进口情况



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

根据中国建筑卫生陶瓷协会, 2018年我国人均陶瓷砖消费量达到5.93平方米, 居全球第一。我们以表观陶瓷砖消费量(=年产量-出口量+进口量)定义需求, 2000-2017年国内建陶消费量总体呈上升趋势, 2018年受出口下降和国内瓷砖产量的下降影响, 国内陶瓷砖消费量约为83亿平, 同比下降11%, 年末人均陶瓷砖消费量约为5.93平, 高居全球人均陶瓷砖销量第一。

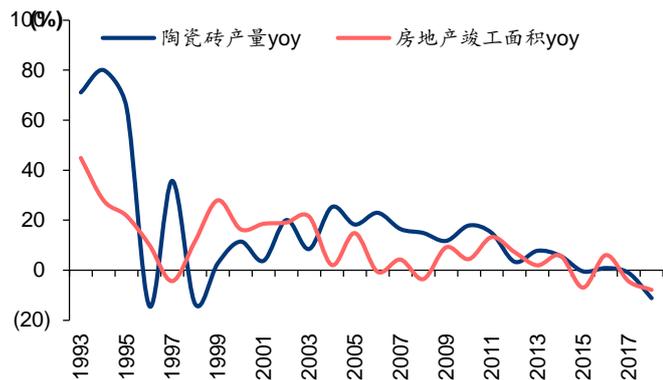
图表108: 我国建筑陶瓷消费量及同比增速



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

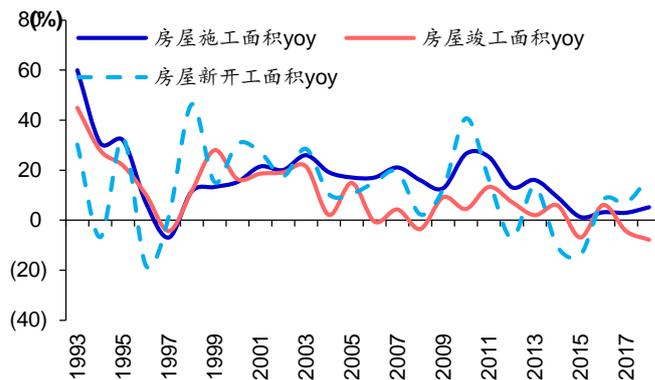
当前阶段建筑陶瓷产量与房地产竣工面积增速高度相关。建筑陶瓷目前主要应用于房屋装修装饰环节, 位于后地产产业链, 因此与房屋竣工面积高度相关。由于统计口径的差异, 我国竣工面积存在房地产业和建筑业两种口径, 2018年国内地产房屋竣工面积9.36亿平方米, YoY-7.8%; 而同期建筑业房屋竣工面积41.35亿平方米, YoY-1.3%。从年度数据来看, 2011年之前, 陶瓷砖产量增速与建筑业房屋竣工面积增速更相关, 尤其2002-2011年的十年内, 二者几乎同涨同跌; 而2012年以来, 陶瓷砖产量增速与房地产房屋竣工面积增速更相关。

图表109: 陶瓷砖产量与房地产竣工面积同比增速



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、统计局、华泰证券研究所

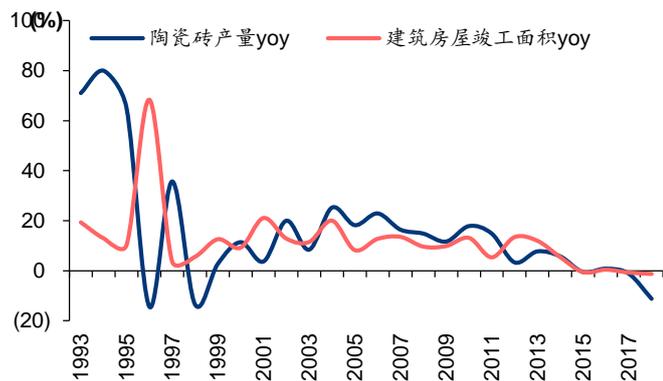
图表110: 房地产业房屋新开工、施工及竣工面积同比增速



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

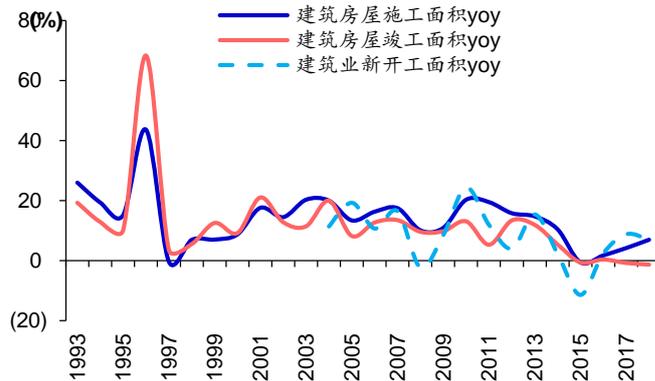
我们认为陶瓷砖产量的企稳，将取决于施工面积向竣工端的传导速度。2012年之前，由于我国其他房屋类型（包括非地产开发的商业办公、文卫厂房等建筑）的增长要快于房地产，因此陶瓷砖也以供应其他建筑类型为主。2012年之后，随着商办类进入平稳增长阶段，而房地产精装修进入快速发展阶段，驱动陶瓷砖在地产中的供应趋于提升。且随着地产房屋施工面积逐渐向竣工端传导，我们预计2019年竣工面积改善有望带动陶瓷砖产量的企稳。

图表111: 陶瓷砖产量与建筑业房屋竣工面积同比增速



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、统计局、华泰证券研究所

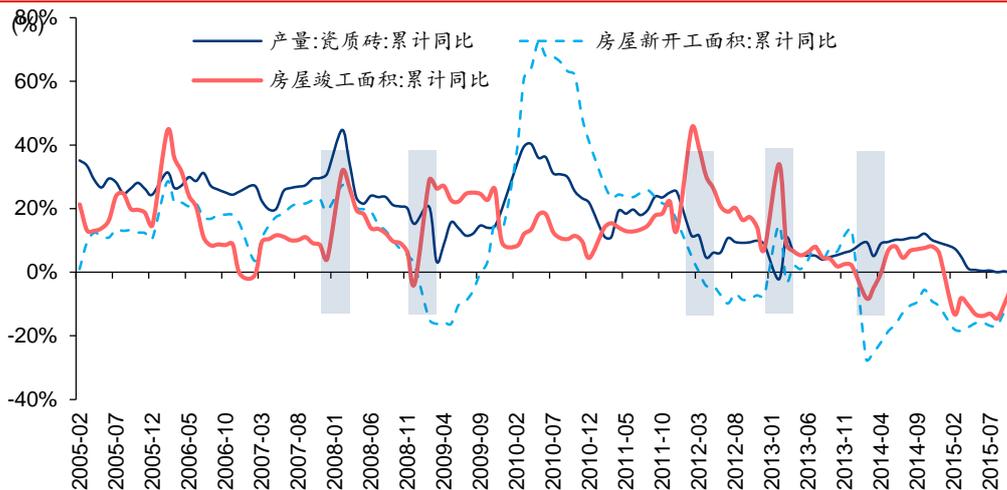
图表112: 建筑业新开工与房屋施工、竣工面积同比增速



资料来源: 统计局、华泰证券研究所

从月度数据看，陶瓷产量累计同比和房屋新开工累计同比有较强正相关，房屋竣工面积起到指示性作用。由于瓷质砖等产品月度公开可查数据仅限于2005.02-2015.10，我们以该区间内瓷质砖产量与房屋新开工面积、竣工面积的关系进行分析。该区间瓷质砖产量累计同比增速与房屋新开工面积同比增速基本一致，二者相关系数为0.73，而与竣工面积同比增速相关系数0.35。一方面是由于瓷质砖是建筑陶瓷中的大部分，但不是全部，如2014年建筑陶瓷产量102.30亿平方米，而当年瓷质砖为77.32亿平，占比76%；二是房屋竣工面积通常先于瓷砖产量累计同比变化，我们认为与厂商维持一定的库存有关。

图表113: 陶瓷产量累计同比和房屋新开工及竣工同比比较 (月度数据)



资料来源: 统计局、中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

每平方米房屋竣工面积消费陶瓷砖产量趋于稳定。从前面分析,我们认为建筑陶瓷总体与房地产行业关联紧密。20世纪90年代,陶瓷砖产量增长赶不上房屋建筑市场的快速扩张,每平方米房屋竣工面积的陶瓷砖消费量从1995年4.44平方米下降至2002年1.70平方米。21世纪初,陶瓷砖行业快速发展,每平方米房屋竣工面积消费陶瓷砖产量增至2012年2.51平方米。2013年后,每平方米房屋竣工面积消费陶瓷砖产量趋于稳定,约为2.5平方米。

图表114: 我国每平方米房屋竣工面积消费陶瓷砖产量趋于稳定

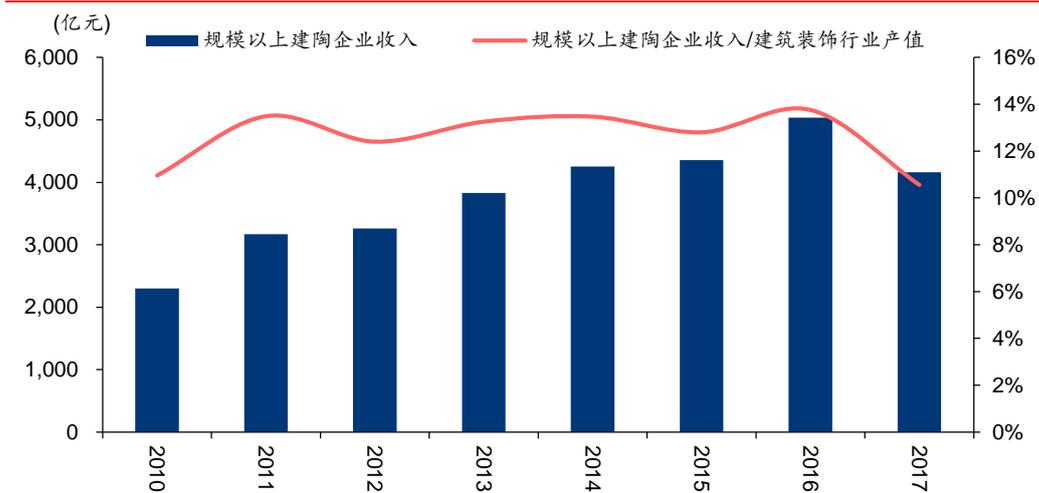


资料来源: Wind、统计局、华泰证券研究所

规模以上建陶企业营收占建筑装饰行业产值稳定在10%-14%之间。建筑陶瓷本质上属于建筑装饰的一个上游供应链环节,因此建筑陶瓷行业的产值波动与建筑装饰行业产值存在一定的关系。但由于建筑陶瓷行业缺乏较完整的产值数据,我们以中国建筑卫生陶瓷协会统计的规模以上建筑陶瓷企业的主营业务收入作为产值观测指标。

自2010-2017年,规模以上建陶企业主营业务收入从2302亿元增长至4163亿元,CAGR+8.8%,高于建筑陶瓷产量的4.3%。而同期建筑装饰行业(公共装饰+住宅装饰)产值从2.10万亿元增长至3.94万亿元,CAGR+9.4%,规模以上建筑陶瓷企业营业收入占建筑装饰行业产值的比重稳定在10.56%-13.76%之间。2018年建筑行业总产值23.5万亿元,同比增长9.9%,我们预计建筑陶瓷行业集中度快速提升,规模以上建筑陶瓷企业收入占建筑装饰产值或仍维持类似区间。

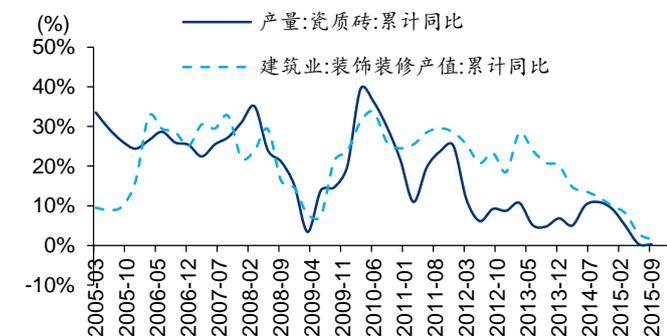
图表115： 规模以上建筑陶瓷企业收入及占建筑装饰产值比重



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

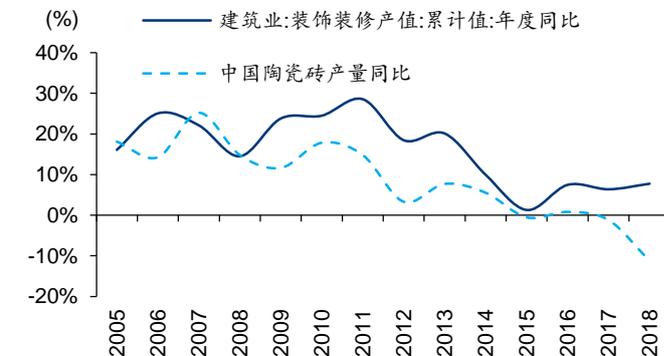
精装修对陶瓷需求的拉动作用逾六成。建筑业“十三五”规划要求，到2020年新装修成品住宅面积占新建建筑面积达到30%。将陶瓷产量和装饰装修做回归分析可得，在95%的置信区间内，满足瓷砖产量累计同比=5.24%+62.75%*装饰装修累计同比，精装修对瓷砖需求的拉动有62.57%的拉动作用。从大趋势看，精装修累计同比和陶瓷产量累计同比大致相同，在2008年至2010年两年间，二者近似为完全正相关，此后陶瓷产量累计同比波动较大但仍同精装修累计同比一致，呈现相同下滑趋势。从年度数据上看，2017年开始，陶瓷产量累计同比和精装修累计同比数据开始背离。

图表116： 陶瓷产量累计同比装饰装修同比比较（月度数据）



资料来源：Wind、中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

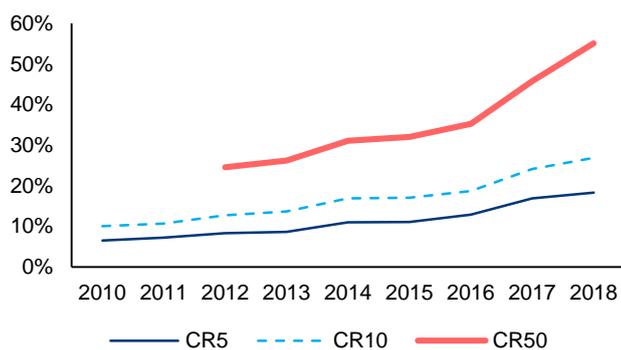
图表117： 陶瓷产量累计同比装饰装修同比比较（年度数据）



资料来源：Wind、中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

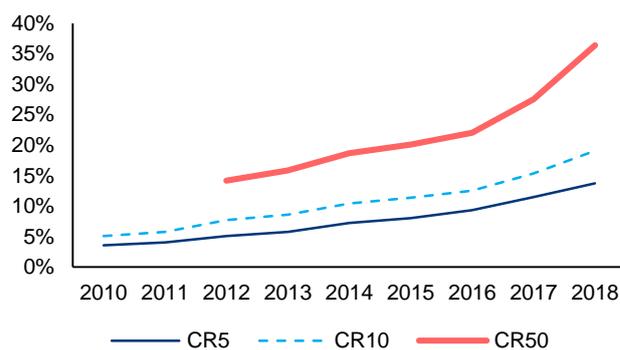
地产行业市场集中度提升明显。无论是按销售金额还是销售面积，前五位，十位，五十位地产商的集中度曲线均有明显上升趋势。2018年，销售金额下的CR50高达55%，而这一数据在2016年为35%，增长明显。前十家地产商集中度小幅稳定上升，销售金额分类下由10%（2010年）上升至20%（2018年），销售面积分类下由5%（2010年）至15%（2018年）。

图表118: 房地产行业市场集中度(销售金额)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

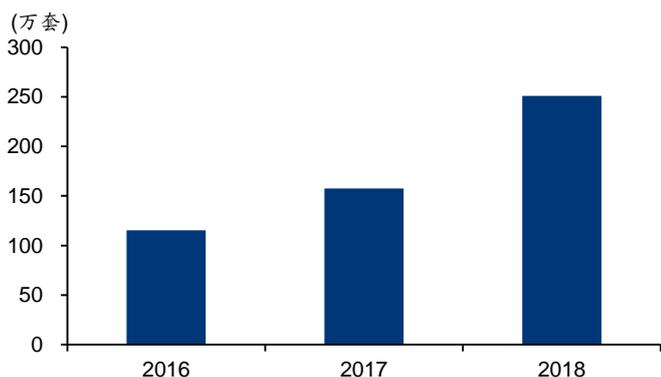
图表119: 房地产行业市场集中度(销售面积)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

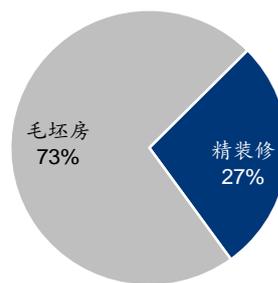
可见成为前位地产商的供应方,可以很大程度分享地产市场升温带来的利润。精装房屋规模与渗透率上升。2018年新开盘精装修/全装修商品住宅253万套,同比增长60%。全国范围内2018年精装房市场渗透(占比)27%。

图表120: 中国房地产精修市场规模



资料来源: 奥维AVC数据, 华泰证券研究所

图表121: 2018精装房市场渗透率



资料来源: 奥维AVC数据, 华泰证券研究所

从区域结构来看,华东、华南市场最大,开盘量已经接近全国市场的63%。华东地区相比2017年增长了5.4个点,主要是三线城市增长4.5个点,而华南地区下降了5.4个点,主要因为一、二线城市的份额均有下降。

从城市级别来看,二线城市占比过半,三线及以下城市的比重在提升。其中三线城市提升了5.2个百分点,四线城市也提升了1个点,而二线城市则下降了6.2个百分点,一线城市也略有下降。

图表122: 中国住宅精装区域城市占比规模

	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	其他级别	总计
东北	0.0%	3.1%	0.2%	0.1%	0.0%	3.3%
华北	1.2%	3.5%	1.3%	1.4%	0.1%	7.6%
华东	1.9%	20.0%	11.2%	3.8%	1.3%	38.1%
华南	3.4%	7.4%	7.0%	3.9%	3.1%	24.7%
华中	0.0%	8.0%	1.6%	2.4%	0.8%	12.9%
西北	0.0%	1.9%	0.9%	0.7%	0.3%	3.8%
西南	0.0%	7.1%	0.9%	0.8%	0.8%	9.6%
总计	6.5%	50.9%	23.1%	13.1%	6.4%	100.0%

资料来源: 奥维AVC数据, 华泰证券研究所

供给去产能尾声，龙头企业表现突出

建陶产地分布集中，区位产业集群明显。21 世纪前后，以广东新中源在夹江建设 19 条产线为标志，广东佛山、山东淄博、福建晋江、四川夹江等四大建筑陶瓷产业基地基本形成。进入 21 世纪后，业内以“三山两江夹一海”（佛山、唐山、博山、晋江、夹江、上海江浙）来形容新的建陶产业布局，该格局一直维系到 2005 年前后。经过环保大整顿之后，佛山基地向清远、河源、肇庆、江门等泛佛山区域和江西景德镇等长江流域扩散，且部分陶瓷砖企业进入下游地产开发。

土地、原料、能源是陶瓷砖生产的主要因素，叠加环保、交通等因素，陶瓷砖生产经常处于几年一大变的产业格局中。尽管我国陶瓷砖生产已扩散至全国 26 个省市，但在产业集群等经济因素驱动下，我国陶瓷砖生产仍然相对集中。以广东、福建、山东、四川等四大陶瓷砖传统生产省份和江西新兴省份为例，2018 年五大省份合计生产约 62 亿平，占全国产量的 68.57%，占比超过一半。

图表123：2008-2018 年五大陶瓷产区占有率变化

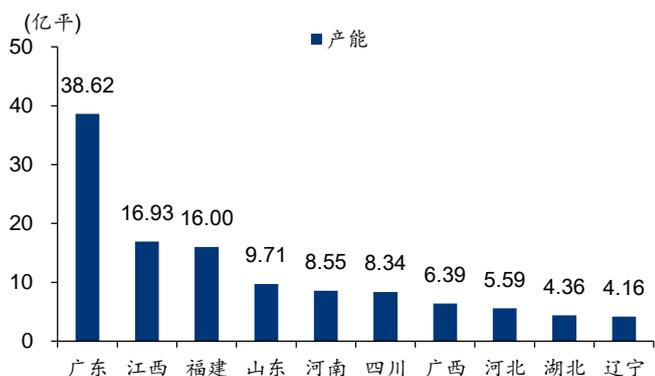
	广东	福建	山东	四川	江西	五省合计
2008	32.22%	20.89%	20.11%	11.15%	1.80%	86.18%
2009	27.97%	20.73%	18.30%	10.64%	3.79%	81.43%
2010	28.22%	20.49%	14.47%	9.47%	6.38%	79.03%
2011	30.24%	19.26%	11.17%	9.29%	6.87%	76.83%
2012	24.76%	24.14%	10.36%	6.47%	7.11%	72.85%
2013	24.15%	23.65%	8.66%	6.66%	7.91%	71.05%
2014	24.48%	21.74%	8.03%	6.64%	8.98%	69.87%
2015	24.26%	21.80%	8.64%	7.40%	9.35%	71.45%
2016	22.93%	23.13%	8.46%	7.34%	9.70%	71.55%
2017	26.64%	14.20%	7.66%	7.76%	11.19%	67.45%
2018	25.50%	15.12%	7.33%	9.90%	10.71%	68.57%

注：初步统计，2018 年广东、江西、山东陶瓷砖产量下滑均在 15% 以上，我们以-15% 测算。

资料来源：《中国建筑卫生陶瓷年鉴》、华泰证券研究所

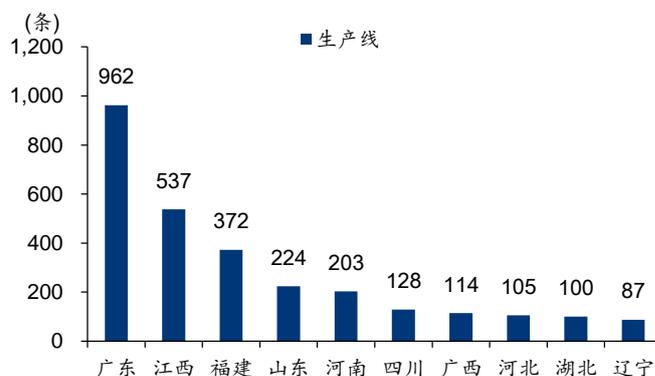
根据中国建筑卫生陶瓷协会出版的《2017 年中国瓷砖产能报告》，截至 2017 年 11 月 30 日，全国共有建筑陶瓷企业 1366 家，较 2014 年减少 86 家；生产线数量 3264 条，较 2014 年减少 357 条；陶瓷砖产能 136.27 亿平（每年按 310 天计），较 2014 年减少 3.35 亿平。其中，广东等 CR10 省份产能合计 118.66 亿平，占全国产能的 87.07%；CR10 生产线合计 2832 条，占全国生产线总数的 86.76%。广东省无论在总产能还是生产线上，均排名全国第一。

图表124：2017 年底全国建筑陶瓷产能分布前十



资料来源：《2017 年中国瓷砖产能报告》、华泰证券研究所

图表125：2017 年底全国建筑陶瓷生产线分布前十

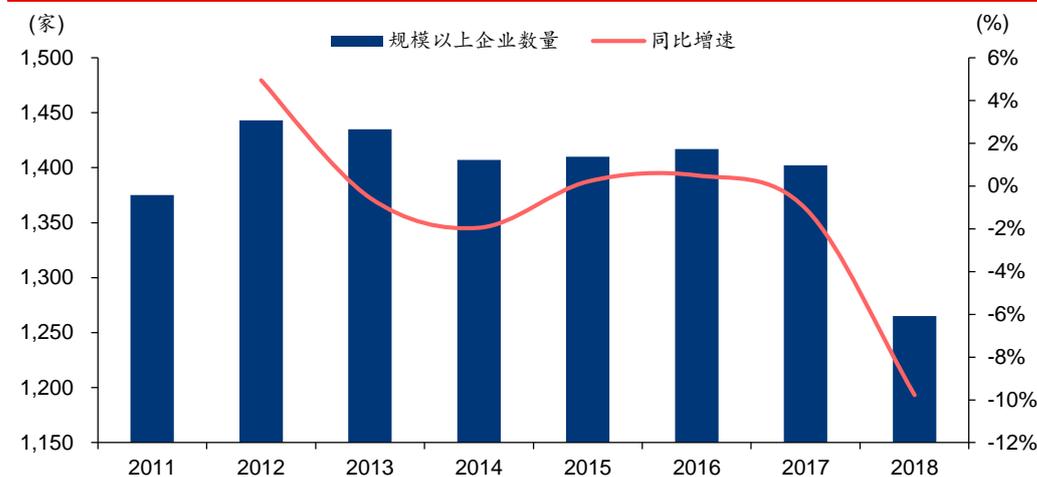


资料来源：《2017 年中国瓷砖产能报告》、华泰证券研究所

陶瓷产业由于 2000 年，佛山陶瓷向四川夹江扩张，主要看重就地取材；2002 年开始，佛

山陶瓷向佛山周边扩张，主要是佛山南海书记调任肇庆市长规划朗格陶瓷产业园；第三轮2006年开始向长江流域转移，以节能减排和环保为主，不少企业顺势进军房地产。随着我国环保监督力度的加强以及房地产调控影响，2017年我国规模以建筑陶瓷行业企业数量有所下降，为1402家，同比下降1.1%，比上一减少15家。2018年规模以上企业数量进一步下降至1265家，同比下降9.8%。

图表126： 2011-2018年我国建筑陶瓷行业规模以上企业数量与同比增速



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

行业整合加速，龙头市占率有望提升。2016年以来规模以上建筑陶瓷企业数量削减明显，产能过剩叠加环保趋严，2018年仅有1265家规模以上建筑陶瓷企业，同比减少137家，实现营收2993.48亿元，同比下滑28.09%，实现利润总额176.05亿元，同比下降33.57%。建筑卫生陶瓷全行业实现利润总额236.7亿元，同比下降28.14%，销售利润率为5.88%，震荡下行，比去年同期下降0.52pct。各地陶瓷主产区从主动压缩产能到被封查关停的陶瓷厂家数不胜数，例如山东淄博建陶产能从7亿平米减到2亿；山东临沂建陶行业6成产能将退出；河北高邑、赞皇陶企全线停产；河南鹤壁陶瓷全部被要求企业停产整改；四川夹江未来将有约30%的产能彻底退出；福建闽清产区陶瓷厂停产，漳州8家陶瓷厂被限期整改；广东、贵州、山西等产区，各有不同程度的环保整改和停产事件等。

图表127： 我国建筑陶瓷企业数量情况



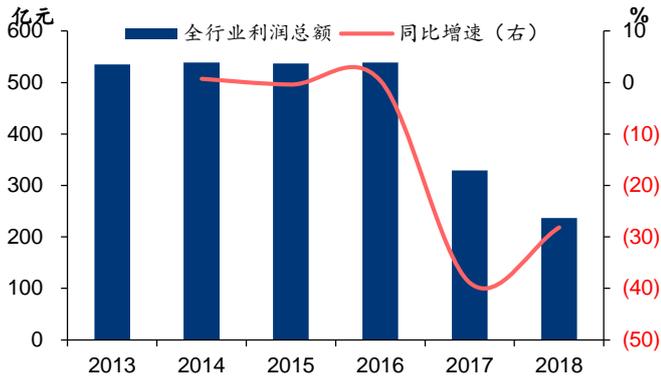
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

图表128： 我国建筑陶瓷行业收入情况



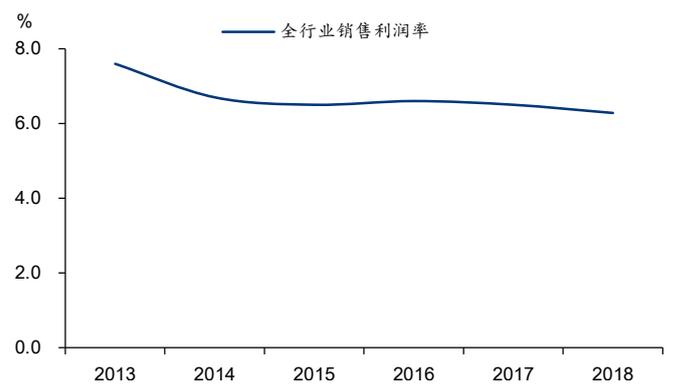
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

图表129: 我国建筑卫生陶瓷全行业利润总额情况



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 华泰证券研究所

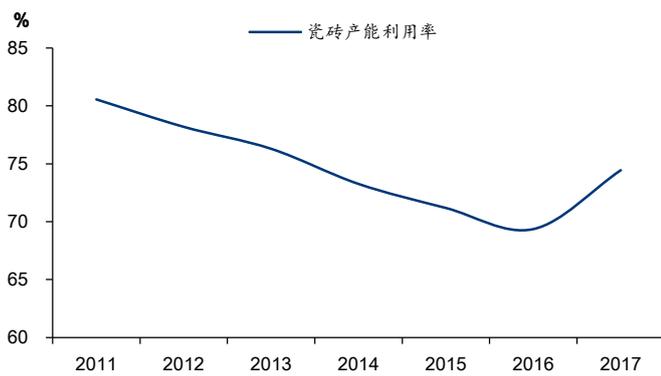
图表130: 我国建筑卫生陶瓷全行业销售利润率情况



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 华泰证券研究所

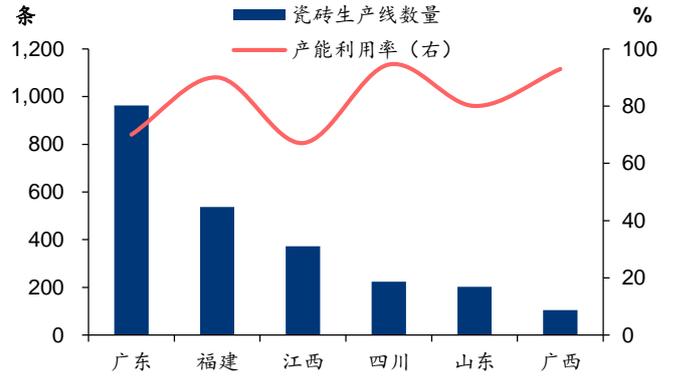
瓷砖行业去产能效果显著, 产能利用率开始回升。2011年以来我国瓷砖产能不断下滑, 从80.57%下降至69.36%, 2016年我国瓷砖产量达到峰值, 同时产能利用率也达到低谷。受“十三五”规划去产能布局的影响, 2017年瓷砖产能利用率回升明显, 达到74.45%。广东省、福建省、江西省、四川省、山东省和广西省是我国瓷砖的六大生产基地, 2017年六省瓷砖产量占总产量的73.3%。广东省作为瓷砖产量第一的省份, 2017年产能利用率仅70%, 不及全国平均水平, 而福建省、四川省和广西省产能利用率均为90%以上。我们预计随着瓷砖行业去产能的逐步推进, 产能利用率将进一步提升。

图表131: 2011-2017年我国瓷砖产能利用率情况



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 华泰证券研究所

图表132: 2017年底我国六大瓷砖产地产能利用率情况



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 华泰证券研究所

但与行业寒冬明显不同的是, 建筑陶瓷上市公司在行业大洗牌时快速成长, 市占率不断提升。其中欧神诺在2017年中被帝欧家具收购, 后者年报单独列示欧神诺数据显示, 2017至2018年度, 欧神诺市占率由0.42%迅速提升至0.61%。可见陶瓷行业中大规模公司市占率有很大概率在今后继续稳步提升。

图表133: 主要陶瓷砖上市公司收入及市占率, 单位: 亿元

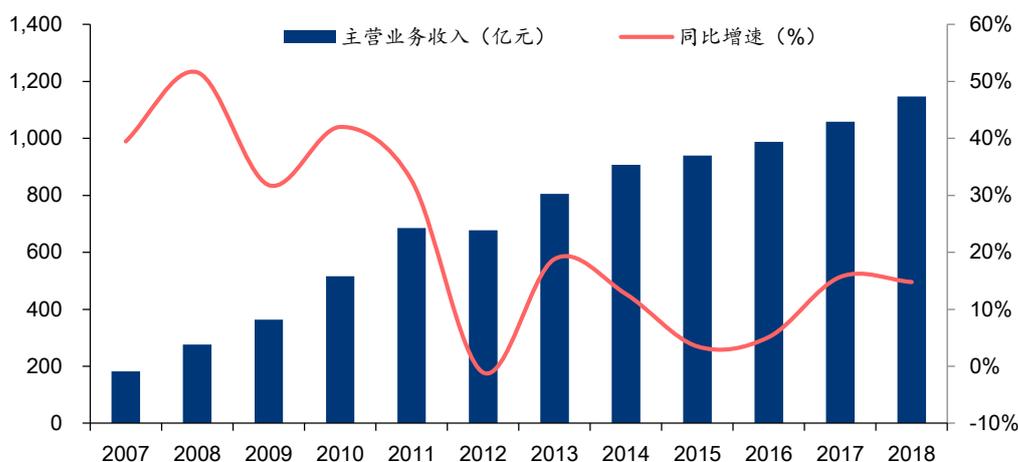
公司	2014年 收入	2014年 市占率	2015年 收入	2015年 市占率	2016年 收入	2016年 市占率	2017年 收入	2017年 市占率	2018年 收入	2018年 市占率
东鹏控股	38.79	0.88%	41.01	0.85%	51.90	0.99%	66.32	1.17%		
欧神诺	16.09	0.37%	15.94	0.33%	18.05	0.35%	24.01	0.42%	36.81	0.61%
蒙娜丽莎	14.33	0.33%	15.73	0.33%	23.19	0.44%	28.89	0.51%	32.08	0.53%
悦心健康	7.69	0.17%	5.84	0.12%	6.89	0.13%	9.00	0.15%	9.78	0.16%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

防水：需求好于预期，龙头集中度加速提升

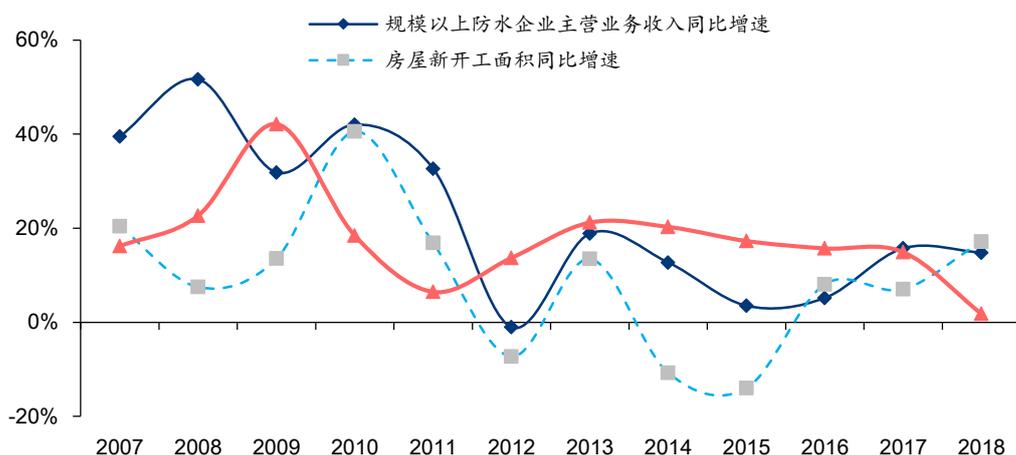
估计行业规模达 1793 亿元，与地产新开工呈正相关。2018 年我国规模以上防水企业（大于 2000 万收入）784 家，实现收入 1147 亿元，同比增长 14.8%。我们估算 2018 年防水行业规模达 1793 亿元（增量房屋建筑防水市场 1025 亿元+基建防水市场 379 亿元+存量翻新市场 389 亿元），从需求来源看，预计与新开工更相关的环节，包括地下室底板、墙板、顶板的防水需求占到 60%-70%，与竣工、重修更相关的环节，包括屋面+厨卫、漏水修缮等防水需求占到 30%-40%。历史上看，防水行业销售收入增速与地产行业开工面积增速呈正相关关系，2012 和 2015 年相对是防水行业需求景气低点，与房地产新开工面积走势类似。

图表134： 2007-2018 年规模以上防水建筑材料制造企业营收情况



资料来源：中国建筑防水协会、华泰证券研究所

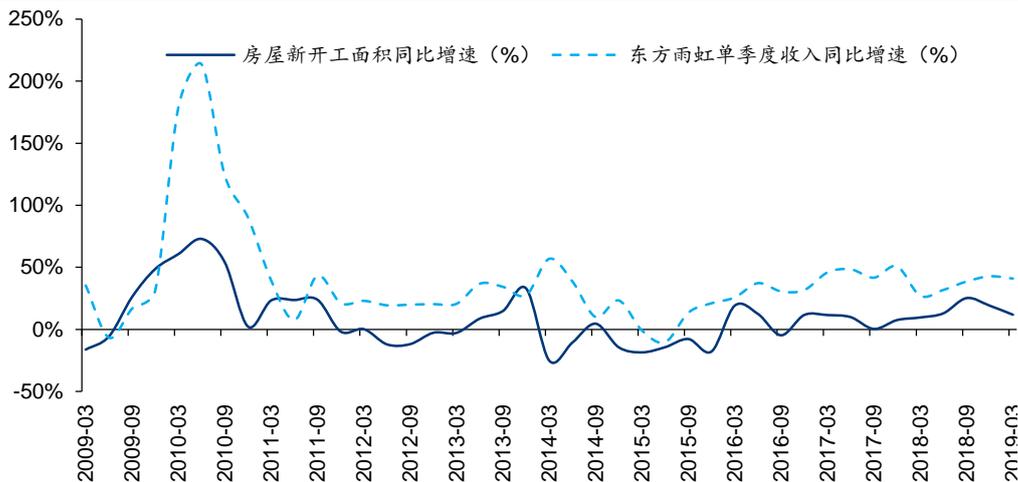
图表135： 防水行业收入增速与房地产新开工面积增速和基建投资同比增速正相关



资料来源：中国建筑防水协会、华泰证券研究所

2019 地产需求的悲观预期正在并逐步修复，市占率提升弱化周期性。虽然防水行业需求与地产新开工呈现正相关关系，但 19 年我们对防水总需求不悲观，19 年 Q1 地产数据好于预期，新开工同比增长 11.9%，施工同比增长 8.2%，新开工和施工增速较 1-2 月有所提速，竣工面积同比增速收窄，同时先行指标销售面积增速提速，虽然新开工下半年走低是大概率事件，但竣工好转以及基建边际变好有望使得防水行业总需求平稳上升。2016 年以来防水行业集中度加速提升，龙头市占率提升更为显著，从而再一次弱化周期性，东方雨虹单季度收入增速大约滞后房屋新开工面积增速 1 个季度，伴随着东方雨虹市占率的快速提升，公司 16 年之后收入的周期性正在逐步减弱。我们认为龙头公司 2019 年收入端保持较快增长确定性较强。

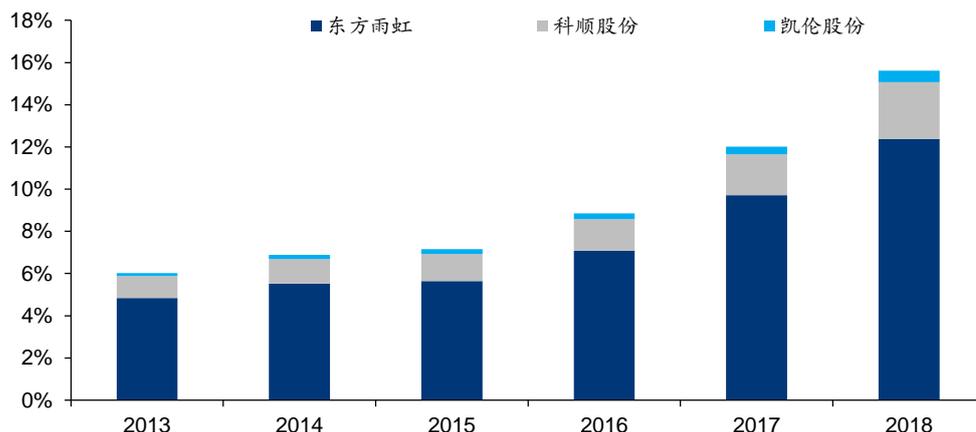
图表136: 东方雨虹单季度收入增速滞后房屋新开工面积增速1个季度



资料来源: Wind、华泰证券研究所

市占率提升的驱动力: 品牌效应加强+下游客户集中度提升+规模效应, 市场集中度有望加速提升。以收入/规模以上防水企业收入占比来衡量市占率(会高估真实市占率), 2013-18年, 东方雨虹/科顺股份/凯伦股份市占率分别提高 7.53/1.66/ 0.39 个百分点, 2016 年以来市占率加速提升, 主要原因包括: 1) 防水行业品牌效应增强, 下游客户质量敏感度大于价格敏感度; 2) 地产大客户集采提升准入门槛, 下游地产客户集中度 16 年以来快速提升; 3) 完善的生产基地+销售渠道+集采能力+研发能力构建规模护城河。目前市占率排名第一/第二的东方雨虹/科顺股份市占率估计约为 7.8%/1.7%, 市占率仍有提升空间, 我们认为随着龙头企业的品牌知名度增强, 全国生产基地+销售渠道建立后, 规模效应将迅速加强, 市场集中度将较快提升。

图表137: 2014-2018 年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份市占率对比 (收入/规模以上防水企业收入占比来衡量市占率(会高估真实市占率))



资料来源: 中国建筑防水协会、公司年报、华泰证券研究所

塑料管材：零售增长稳健彰显高壁垒，工程受益于精装房

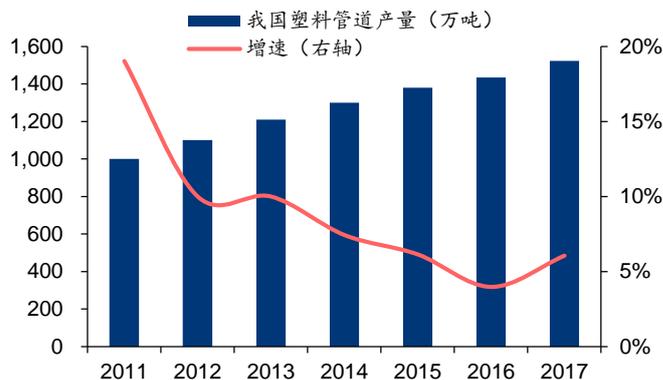
塑料管材渗透率提升，行业增长稳健。管道从材质上来分包括塑料管道、水泥管、金属管（铸铁管、镀锌钢管和铜管等）等；塑料管道因为节能、环保、质轻、耐腐蚀、易于维修和施工、使用寿命长等特性，塑料管道在给排水等应用场景中更有优势，因而替代金属材料等传统管材，导致塑料材质的管道在管道中的占比呈现上行的趋势，塑料管道产量增速也相应更加稳健。

图表141：塑料管道占所有管道占比呈现缓步提升趋势



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

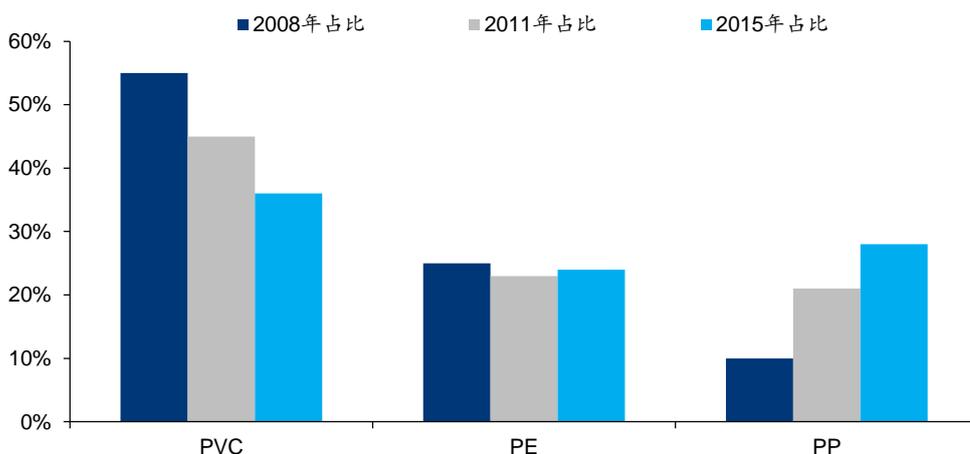
图表142：我国塑料管道行业 2011-2017 产量及增速情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

中国比较主流的塑料管道材质包括 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）和 PP 等，其他比较常见的塑料管材包括 PB（聚丁烯）管、ABS（丙烯腈-丁二烯-苯乙烯）管等。其中，PVC 管道在国内使用推广最早，是使用量最大的塑料材质管材，广泛用于给排水、通信、电力等领域；但 PVC 管道柔性不如其他塑料管材，热稳定性较差，同时容易产生氯化物等有害物质，不适合做直接饮用水管道，也不合适做燃气管道；而 PE 和 PP 等作为新型的塑料管材，性能整体更有益，也更加环保，另外，城镇化进程导致大口径的 PE 管应用场景增多，这两方面因素导致 PE 和 PP 管在塑料管道的占比相对稳健。

图表143：PVC 在塑料管道中占比呈现下滑趋势



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

龙头增长稳健，行业集中度提升仍有空间。区别于其他建材细分行业，塑料管道行业商业模式更具多样性。既有中国联塑、中财管道等 2B 业务占比高的企业取得了较大成功，与追随者品牌的差距在拉大；也有伟星新材等 2C 业务占比高的公司实现了平稳较快发展，行业包括日丰、金牛等几家发展较好的企业。

国内塑料管道行业规模较大的企业包括中国联塑、中财管道等，产销量都已经超过了百万吨，两者都是以2B业务为主；伟星新材、日丰集团等2C为主的企业规模远逊于前两者，2018年伟星新材销量仅为中国联塑的十分之一左右。

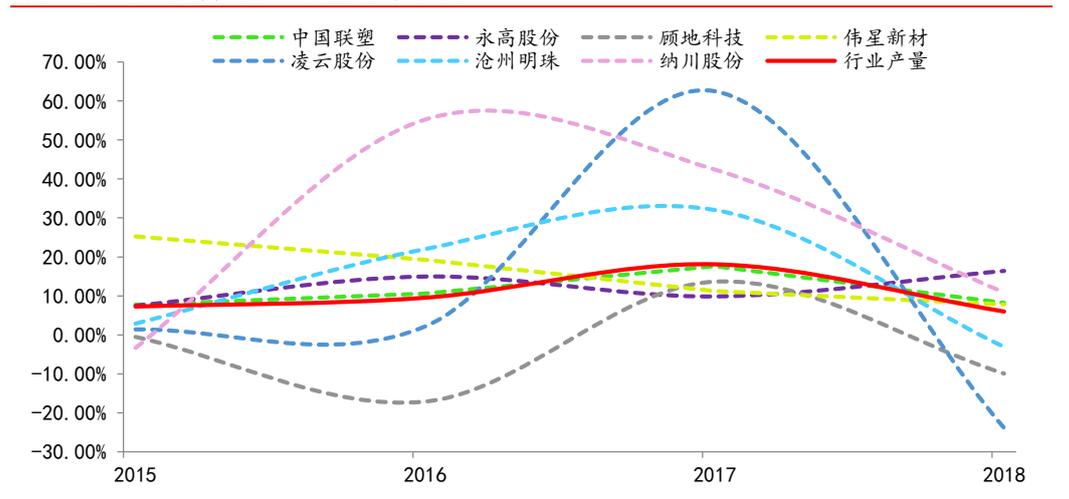
图表144：塑料管道行业部分2014-2018主要企业销量（万吨）

	2018	2017	2016	2015	2014
中国联塑	216.86	200.48	170.49	154.20	143.16
永高股份	50.86	43.69	39.77	34.59	32.19
顾地科技	18.66	20.72	18.23	22.01	22.13
伟星新材	21.36	19.82	17.82	14.93	11.92
凌云股份	11.72	15.41	9.48	9.28	9.15
沧州明珠	14.49	14.95	11.33	9.29	9.03
纳川股份	2.76	2.49	1.75	1.12	1.16
合计	336.71	317.56	268.87	245.42	228.75

资料来源：各公司公告、华泰证券研究所

中国联塑、永高股份、伟星股份等塑料管道龙头企业的销量增速较高，并且同属2B业务占比高的中国联塑增速整体要高于永高股份，行业份额向龙头企业集中。塑料管道行业目前机场集中度仍然较低，2018年超过10%的企业仅有中国联塑一家，在13%左右；在健康需求相对刚性、行业升级、环保等因素的驱动之下，行业集中度提升趋势预计仍将持续。

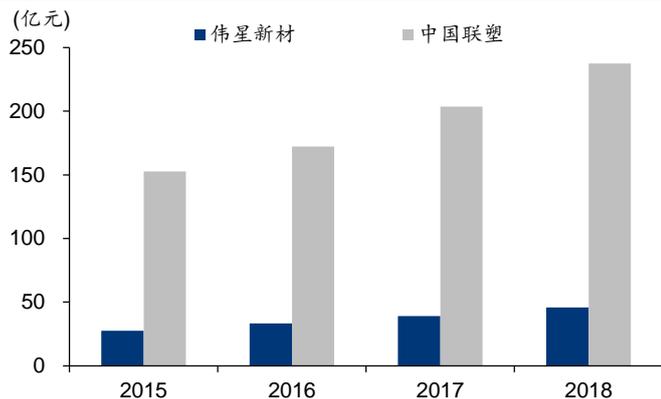
图表145：代表塑料管道企业的销量保持较快增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

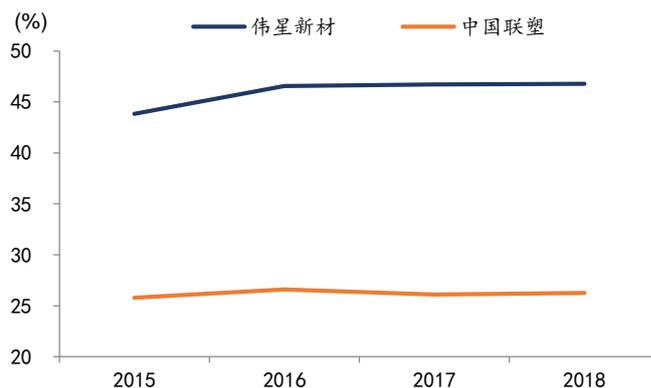
从塑料行业目前的发展格局来看，以2B业务为主的中国联塑和以2C业务为主的伟星新材的模式都取得了较大成功。中国联塑是中国最大的塑料管道企业，与伟星新材相比，中国联塑无论是产量规模还是收入规模都显著更大，但从毛利率、市值、现金流等角度，伟星新材又明显占优。

图表146： 中国联塑营业收入水平显著高于伟星新材



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表147： 伟星新材销售毛利率水平高于中国联塑



资料来源：Wind、华泰证券研究所

伟星新材作为零售的龙头，业绩增长较稳健，而中国联塑、永高股份这种工程业务占比较高的公司，受益于精装房比例提升和竣工改善。由于政策推动、消费需求变化以及地产公司产品结构升级，精装房比例有提升的可能，这对原有的伟星新材“产品+服务”的2C模式构成了一定挑战。精装房趋势的影响取决于精装房比例提升的幅度、原有2C业务中新房占比这两个因素，如果精装房比例提升不明显，或原本新房占比很低，则对2C模式冲击自然很小。

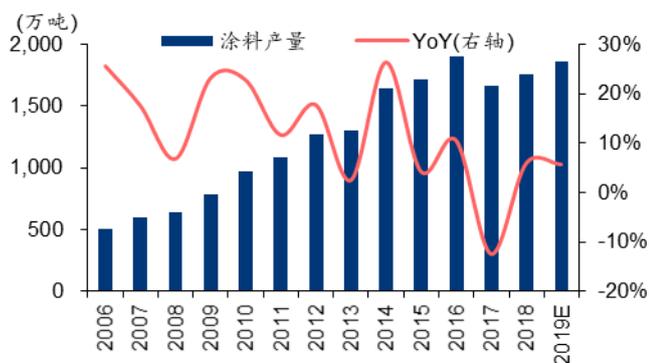
推荐伟星新材：1) 公司PPR零售模式是国内建材2C业务模式的典范，并有望向防水材料复制，防水涂料全国性布局19年开启，将成为公司新的增长点；2) 精装房成为趋势，公司适时调整战略，较为主动的争取地产工程业务，目标市场是比较注重品质的地产商，从而实现较高的产品价格和较短的付款周期；3) 预计公司19-21年EPS为0.87/1.02/1.16元，维持买入评级。

建筑涂料：行业集中度低，企业成长性好

2018年全国涂料产量增速5.9%，利润总额增速5.1%，年内呈现前低后高态势。根据《中国涂料》杂志(2019年03期)，2018年涂料行业产量方面，全国规模以上工业企业(1336家)产量达1759.8万吨，同一口径下同比增长5.9%；主营业务收入及利润方面，全国规模以上工业企业(1998家)主营业务收入3264.8亿元，同一口径下同比增长6.5%，实现利润总额236.48亿元，同一口径下同比增长5.1%。

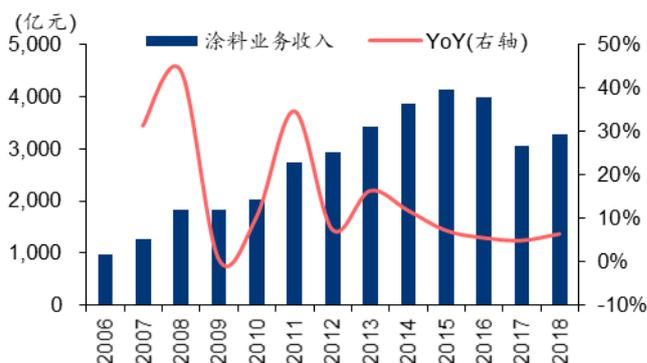
分月度来看，月累计增速基本保持在6%左右的稳定水平，产量及利润总额增速呈现前低后高态势，主要在于1)1-3月受中央环保督查影响，涂料及上下游行业受到较强环保压力，生产排班相对保守，原材料也有所上涨；2)进入Q2下游需求回暖，行业进入紧张生产期，尤其是7-8月生产最为紧张，带动产量快速增长；3)在外部环境受阻的情况下，政府积极调整货币政策，刺激国内消费，也为涂料行业保持平稳发展贡献力量。

图表148：2006-2019E年全国涂料产量及增速



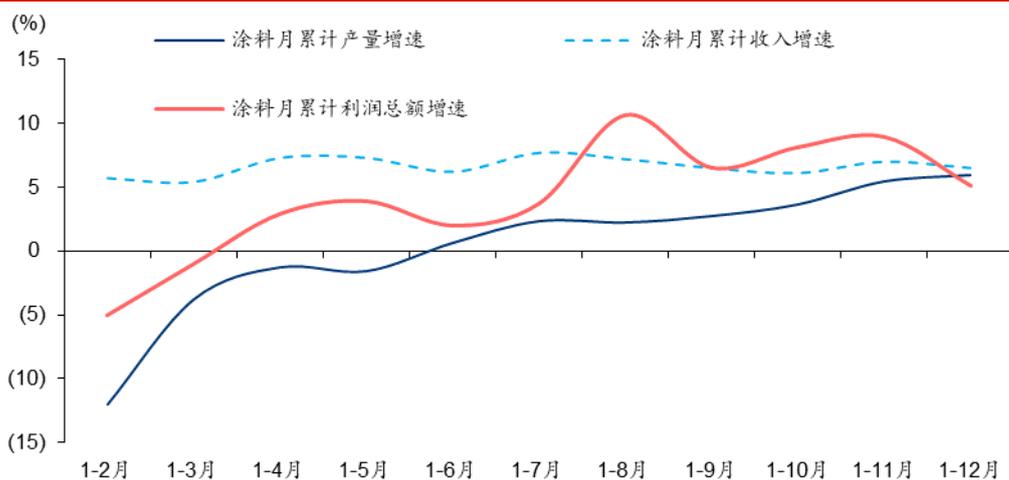
资料来源：《中国涂料》、华泰证券研究所

图表149：2006-2018年全国涂料业务收入及增速



资料来源：《中国涂料》、华泰证券研究所

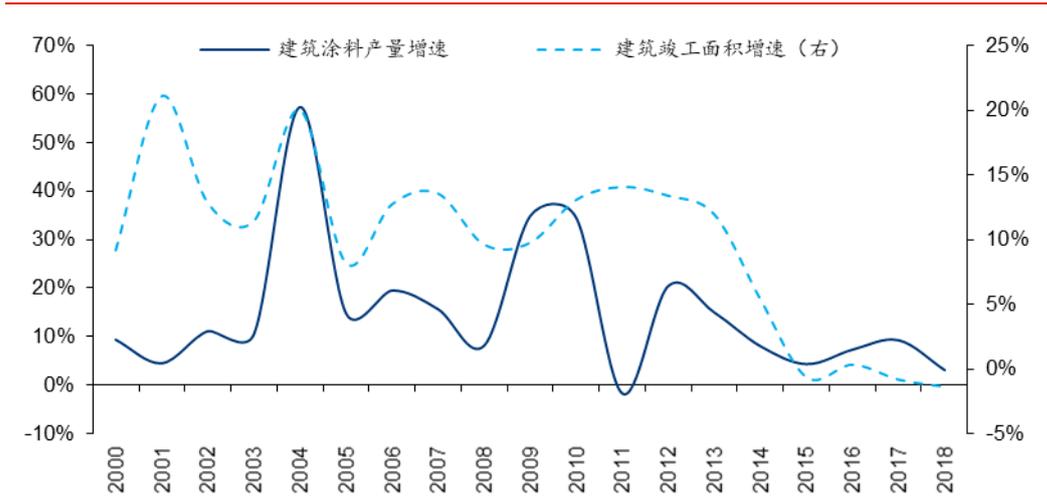
图表150：2018年涂料行业产量、收入及利润总额月累计增速



资料来源：《中国涂料》、华泰证券研究所

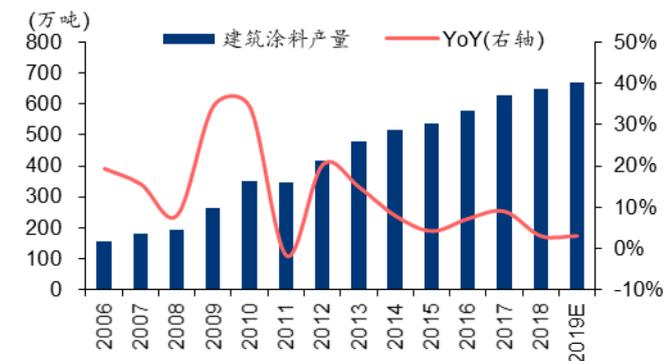
18年建筑涂料产量及收入增速均低于涂料行业增速，系18年建筑竣工面积增速下滑，影响整体需求，19年建筑涂料产量增速约3%。从历史数据来看，除了2011年的特殊情况外，建筑涂料产量增速与建筑业房屋竣工面积增速有较强相关性。受2018年建筑业房屋竣工面积同比下滑1.3%影响，建筑涂料产量增速同比下滑6.2pct至3%，达到649万吨，约占全国涂料产量的36.9%，同一口径下同比下滑1pct。受产量下滑影响，2018年全国建筑涂料销售收入1300亿元，同比增长0.7%。根据《中国涂料》预测，2019年建筑涂料产量预计约以3%的增速发展。

图表151: 2000-2018年全国建筑涂料产量增速及全国建筑竣工面积增速



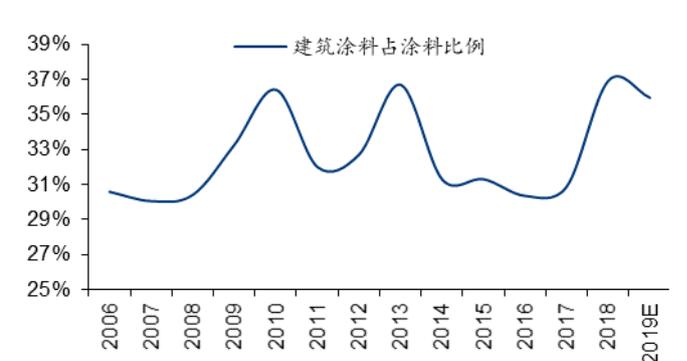
资料来源:《中国涂料》、华泰证券研究所

图表152: 2006-2019E全国建筑涂料产量及增速



资料来源:《中国涂料》、华泰证券研究所

图表153: 2006-2019E全国建筑涂料产量占涂料产量比重



资料来源:《中国涂料》、华泰证券研究所

海外龙头在国内市占率下滑,本土企业成长性更佳。我们统计了国内外主要涂料公司建筑涂料业务在国内的市占率情况,2018年国内龙头企业立邦建筑涂料业务同比增长0.5%至138.4亿元,市占率仅10.6%,公司在国内建筑竣工低迷的情况下,在建筑外墙涂料为主力的领域中扩大对重点客户的销售额,市占率维持稳定;第二的阿克苏诺贝尔建筑涂料业务同比同比下滑13.6%至86.9亿元,受建筑涂料市场增速放缓影响,市占率同比下滑1.1pct。本土企业三棵树及亚士创能来看,2018年收入增速分别达36.6%/21.7%,显著高于行业增速,主要系市占率较低所致。2018年三棵树市占率同比提升0.7pct至2%,亚士创能提升0.2pct至0.7%。

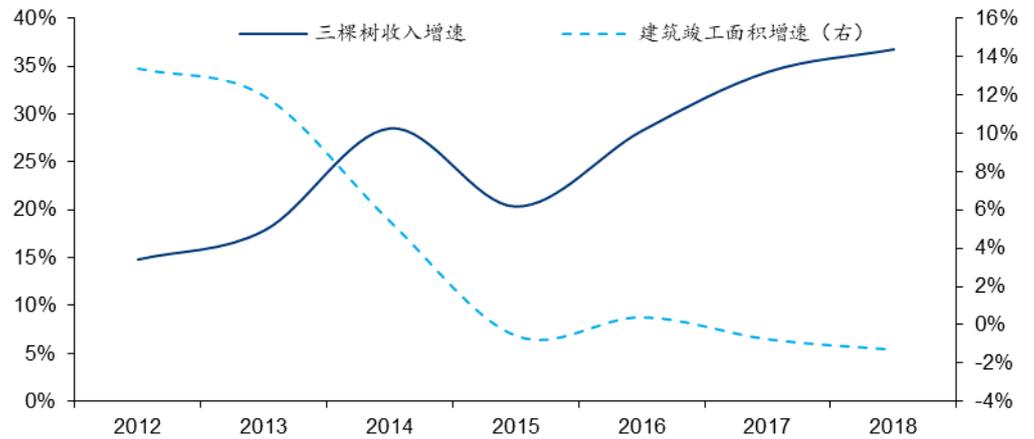
图表154: 2017-2018年国内主要涂料公司建筑涂料业务收入及市占率变化

主要公司	建筑涂料收入 (亿元)			市占率		
	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY(pct)
立邦	138.4	137.7	0.5%	10.6%	10.7%	0.0
阿克苏诺贝尔	86.9	100.5	-13.6%	6.7%	7.8%	-1.1
三棵树	35.8	26.2	36.6%	2.8%	2.0%	0.7
亚士创能	11.5	9.5	21.7%	0.9%	0.7%	0.2
东方雨虹	3.0	-	-	0.2%	-	-

注1:立邦采用亚太地区建筑涂料收入近似替代国内收入,2017及2018年汇率均采用2018年日元兑人民币汇率不变价

注2:阿克苏诺贝尔采用亚太地区装饰漆收入近似替代国内收入,2017及2018年汇率均采用2018年欧元兑人民币汇率不变价

资料来源:各公司公告、华泰证券研究所

图表155： 2012-2018年三棵树收入增速及全国建筑竣工面积增速

资料来源：三棵树公告、统计局、华泰证券研究所

推荐三棵树：1) 收入保持高增长（19年新签万科A级供应商），毛利率维持稳定，原材料降价附带毛利上升期权；2) 费用率短期显著改善：限制性股权摊销费用减半、人员扩张放缓；3) 公司对下游经销商议价能力强，在增值税税改中受益最大，预计增厚利润10%~20%；4) 公司通过经销商和加大广告投放提升品牌影响力，高线城市市占率有望提升，预计19/20净利润增速53%/44%，19/20 PE 23/16x。

风险提示

宏观经济下滑超预期：水泥、玻璃等周期性行业受宏观经济影响较大，若地产新开工、基建投资增速出现超预期下滑，将严重影响水泥、玻璃的需求，主要产品价格或出现下滑，影响企业利润。

原材料涨价超预期：建材行业中，原材料占成本比重通常较大，若原材料价格超预期上涨，将压缩企业的利润空间。如近期玻璃主要原材料纯碱价格大幅上涨，将玻璃企业的盈利水平。

中美贸易摩擦不确定性：建材行业中，玻纤行业需求全球化，主要企业出口比例较高，且玻纤产品位于美方加征关税的名单中。若中美贸易摩擦激化，或影响国内企业出口，影响全球供需格局。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com