

建筑材料

悲观预期继续消化，淡季重点关注库存和控产情况

评级：增持（维持）

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理：孙颖

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

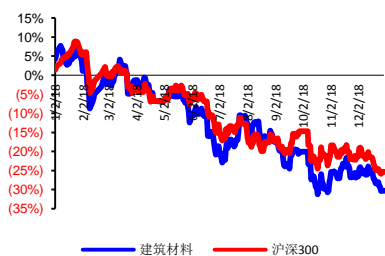
电话：021-20315782

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(百万元)	630,476.880
行业流通市值(百万元)	498,853.179

行业-市场走势对比



相关报告

《旗滨集团深度：“环保限产+地产补库”驱动供需优化，高股息率构筑安全边际》2018.8.30

《伟星新材深度：家装+工程+新品齐发力，PPR龙头续写“伟大”征程》2018.8.14

《塔牌集团深度：粤东看塔牌，需求春风渐生暖——“水泥地图”系列报告》2018.8.7

《水泥：传统旺季即将来临，我们怎么看？》2018.07.30

《海螺水泥深度：资源禀赋和成本优势下的价值重估——“熟料资源化”系列报告》2018.7.22

《华新水泥深度：百年华新新征程——

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
海螺水泥	29.3	1.61	2.99	5.79	6.11	18.2	9.8	5.06	4.80	买入
华新水泥	16.7	0.3	1.39	3.36	3.68	55.7	12.0	4.97	4.54	买入
旗滨集团	3.8	0.32	0.43	0.47	0.49	12.3	8.8	8.09	7.76	增持

备注：

投资要点

热点聚焦：

- 从政策面看，高层依旧强调底线思维和稳定。中央经济工作会议日前召开，会议精神提及“稳健的货币政策、松紧适度”“较大幅度增加地方政府专项债规模”以及“强化逆周期调节”，我们认为政府正在积极应对经济整体下行压力，并计划采取适度的对冲政策；提及我们处于“战略发展机遇期”，明确表态稳定传统需求的目的是为了战略转型，不搞大水漫灌。
- 因而我们认为，在全球经济压力降速的背景下，国内面临“战略转型”工作的迫切性，叠加当前不稳定的外部环境，发挥传统动能的造血作用可以说是必然手段。但是投资边际效用递减，展望明年我们在“逆周期调节”的大背景下不对需求总量过分悲观，但也并不对需求总量过分乐观。对于建材行业而言，行业结构的优化初显成效，行政化约束将有所淡化，而需求总量仍体现回落通道中的韧性，2019年供需关系可能会呈现摆动，值得找寻的还是阶段性、结构性机会。
- 从基本面看，1月是建材传统的需求淡季，也是后续行业供需关系重要的观测窗口。我们建议在这一窗口期密切关注水泥、玻璃等周期品的产能发挥、库存、价格、订单等变化情况；如果淡季产能发挥、库存、价格等控制得当，那开春后企业的盈利预期可以相对乐观，相关周期品龙头或迎来春季修复行情。同样值得关注的是基建端资金到位、投资落地、项目推进等情况，这同样是需求端重要的可能边际变量。
- 从投资上看，继续建议关注资产价值和安全边际。近期我们看到随着悲观预期在逐渐被市场消化，较多优质股票已经进入从资产角度看具备较高安全边际的区间。我们建议关注价值属性持续增强的水泥龙头企业（海螺水泥），需求高位韧性或超市场预期，海螺股息率具备较高吸引力，而区域建设推进有望对北方部分区域的水泥需求带来改善可能；玻璃明年具备供需关系好转的可能（地产竣工回补、延迟冷修产线被动冷修），但是仍然需要观察（旗滨当前的股息率为8%，已具备一定的安全边际）；与销售关联度高的后周期品种展望明年存在一定基本面上的压力，但是长期集中度提升的趋势不改，仍然建议积极寻找资产与价格能够较好匹配的时点。而成长板块如石英玻璃（菲利华）、玻纤（中国巨石、中材科技、长海股份）等的整体长逻辑仍然是比较通顺的，部分股价出现明显回调甚至接近净资产水平，建议从中长期角度建议持续关注。

行业观点：

固“水泥骨料”之本，培“协同处置”
之元——“水泥地图”系列报告》

2018.6.14

《中泰建材 2018 中期策略—把握众多
“不确定”中的“确定性”》2018.5.31

《水泥：传统淡季即将到来，我们怎么
看？》2018.5.16

《北新建材深度：石膏板龙头，制造业
典范，乘长风再破万里浪——“两材”系
列报告之三》2018.4.30

《菲利华深度：半导体石英耗材龙头迎
来新时代，再谱绚丽华章》2018.4.23

《帝王洁具深度：“情定”欧神诺，“帝
王”再腾飞》2018.3.17

《中国巨石深度—匠心二十载，砥砺出
锋芒（“两材”系列报告）》2018.02.25

《中材科技深度-从叶片龙头到复材翹
楚，2018 再续新篇（“两材”系列报告）
》2018.01.27

《2018 年度策略：“存量时代”，吹尽
狂沙始到金-》2018.01.21

《上峰水泥深度：精耕华东，弹性出众》
2018.01.05

- **水泥：华东限产延续较紧状态，熟料价格延缓回落；北方采暖季错峰大面上得以维持，仅部分地区小幅松动，全国水泥价格本周保持稳定。需求开始逐渐趋弱，水泥价格平稳向淡季过度。**
- **然而展望明年，市场普遍担忧的问题很明显，地产需求趋于降温，明年水泥需求是否会出现明显的下滑导致业绩缺乏支撑。虽然从当前的投资、新开工、施工数据而言，整体需求仍然具备较强韧性，我们认为今年四季度到明年上半年，整体水泥行业的盈利在高位维持稳定的确定性仍然很高。但是不得不承认的是，经济降速压力开始明显体现，短期市场对需求的担忧在政策未见明显放松的基础上，较难得到扭转，对估值的压制会比较明显。因而近期水泥股虽然业绩普遍超预期但是股价却出现下跌，主要是短期获利资金（今年以来超额收益非常明显）基于明年的不确定性，选择获利了结。同时若下游需求持续走弱，当前产业链条利润分割的模式是否能得以维持同样值得思考。**
- **我们理解市场的担忧，但是同样认为，当前是海螺等水泥龙头企业的资金结构重要的转变期，近 2-3 年追求供给侧驱动带来 ROE 回升的资金会逐渐撤出，而对于投资时长不敏感、追求长期行业格局趋势确定性的和资金则会越来越多。长期而言，海螺水泥的确定性是比较高的。从海螺的预期 HPR（Holding Period Return）来看，我们认为随着行业需求进入下行通道，实质性的产能去化能够得到推进，海螺作为行业龙头将明显受益于集中的提升。当前海螺的所有者权益超过 1000 亿，PB1.6X，预期全年盈利 300 亿，预期当前股息率 7%，即便从悲观角度看，行业盈利中枢回落到 2015 年最差的时候，海螺也有望实现 100 亿以上的盈利，而未来经历过一轮周期之后的海螺，随着行业集中度的提升，盈利能力仍将回到较高水平；同时公司也在逐渐加强分红比例。长期投资者在整个持有周期能够享受到较为稳定的股息收益回报、以及海螺作为龙头的二次成长红利。**
- **简而言之，海螺的资产价值在存量时代将会被逐渐挖掘，较弱的宏观预期环境是长期投资者挖掘确定性价值、布局长远的好时机。**
- **玻璃：11 月数据显示玻璃需求逐渐向好。日熔量仍处于高位，但整体库存向下，说明下游需求相对较好。在 10 月末日熔量历史新高的位置上，今年 11 月共有 2 条产线复产，合计日熔量 1500 吨；4 条产线进入冷修，合计日熔量 2050 吨；整体 11 月的平均日熔量环比小幅回落，但同比仍处于非常高的位置。我们看到今年的厂库下降力度在历史上最大（2016~2018 年 11 月单月，玻璃厂库分别下降 60/99/140 万重量箱），而今年 11 月的日熔量处于历史同期最高位置，说明今年 11 月下游的玻璃需求较为旺盛，未来有望持续受益高新开工增速向施工端的传导。供给端，我们认为未来冷修产线持续增加可能。从目前来看，前期增加和复产的生产线较多，造成今年整体供给压力同比去年偏大；然而，需要注意的是，由于 2010-2011 年的新建的大量玻璃产线已经迫切需要冷修，但由于 1. 玻璃产线仍然能够保持相对良好的盈利，企业不愿意进入冷修，通过不停的热修补拖延冷修；2. 冷修所需的耐火材料价格大涨和烤窑所需燃料价格上涨，企业冷修复产成本从 3000 万增加到较多，而大多数玻璃企业在今年融资端的压力导致企业进入冷修的意愿和能力较弱。展望后续，我们认为窑炉的冷修周期只可能推迟不可能消失，**

由于窑炉寿命到期后热修成本会明显提高，我们认为进入冷修的产线有进一步增加的可能，11月份以来已经有8条生产线集中停产冷修，冷修进度明显加快。

- 从当前情况看，年初市场对于玻璃行业较高的预期已经逐渐被消化，估值逐渐同盈利匹配。若后续供需边际能够持续向好，行业有望体现出弹性。关注旗滨集团，作为行业内龙头，公司近年成本和产品结构加速改善，而随着冷修产线的复产，下半年销量环比将有所提升，有效支撑全年盈利稳定增长。同时股息率也进入较为有吸引力的区间。

- **玻纤：需求稳增，成长趋势不改，龙头技术和成本优势明显**

- 从需求端讲，玻纤作为替代性材料，近年在全球经济回暖和国内经济结构转型的大潮中，整体需求增长明显。风电行业回暖趋势明显、汽车轻量化领域的渗透率将逐渐提高、电子纱下游覆铜板领域订单饱满，我们预计玻纤需求在2018及未来几年仍然将维持稳定增长。**汽车轻量化用热塑玻纤纱渗透率有望继续提升：热塑复材行业增速超过11%，市场空间广阔。**2016年，我国热塑性复合材料产量为196.5万吨，同比增长11.39%，占国内纤维复合材料制品行业总产量的42.5%。Global Market Insights, Inc.的研究报告显示，全球汽车复合材料市场总值到2024年将达到240亿美元。热塑复材的增长将推动热塑玻纤纱的需求。**风电装机逐月加速，边际改善明显：**据行业统计，2018年1-10月，全国新增风电并网容量14.47GW，同比增长35%；10月新增3.34GW，同比增长234%，呈现逐月加速的状态。

- 从供给端看，持续数年的高盈利确实刺激了一定程度的产能新增，但新一轮产能投放来自主流大企业（巨石、泰玻和重庆国际等），中高端占比较高（集中在热塑、风电等中高端领域），小企业由于资金和技术壁垒竞争力较差。需求的稳定增长和行业壁垒的显现将使得产能冲击的力度相比上个周期有所减弱。从行业需求来看，热塑型产品增速较高，近几年巨石和泰玻此领域的销售增速均超过30%。且由于认证周期较长，用户粘性较高，新进入者很难抢占市场，我们预计三大家的产能增加将被新增需求逐步消化。中低端产能来讲，重庆三磊、江西元源等新进入者由于技术积累和资金相对紧张的问题实际产销情况不及预期。

- **1、中国巨石：产能持续扩张，技术和成本优势铸就龙头强者恒强**

- **智能制造+电子纱+海外产能扩张齐头并进，产能增加叠加技术和成本优势，市占率有望进一步提高。**1) 根据我们测算，公司2018年底产能将达到174.5万吨（包括2018年下半年新增的智能制造和电子纱产能，美国8万吨产能预计19年初点火，未包含在内），2019年底产能将达到182.5万吨。2) 公司技术和成本优势全球领先：公司通过冷修技改和技术改造持续降低生产成本，成本领跑国际竞争对手和中小企业。3) 为应对贸易壁垒、反倾销税以及中美贸易摩擦影响，巨石近年来持续进行海外扩张，截止2018年底，埃及产能为20万吨。未来随着美国产线点火以及新建印度产线，海外产能将进一步提高。随着全球玻纤需求的稳定增长，公司的产能投入以及技术和成本优势将使得公司市占率进一步提高。

- **深耕中高端领域，进一步分享热塑、风电和电子纱红利。**目前公司中高

端产能占比约 60%。在热塑和风电纱领域的市占率为 16%和 37%，占据龙头地位。与此同时，公司积极布局电子纱领域，第一条 6 万吨电子纱产能已经点火。公司将凭借技术、成本和管理优势将进一步分享高端领域红利。

■ 2、中材科技：多主业齐头并进，风电和锂电隔膜边际转好

■ **新产能投放及老产线冷修技改及关停计划将进一步促进产品结构升级和成本改善。**公司前三季度玻纤销量为 61.6 万吨，随着新产线点火，我们预计全年销量将超过 80 万吨。价格方面：由于公司中高端（热塑、风电、电子纱等）产能占比较高（约为 50%），无碱粗纱的小幅降价目前对均价影响并不明显。我们认为，未来随着冷修技改以及关闭老产线不断推进，产能调节的同时成本亦有下降空间。

■ **风电叶片销售下半年改善明显，2019 年有望继续保持快速增长。**据行业统计，2018 年 1-10 月，全国新增风电并网容量 14.47GW，同比增长 35%；10 月新增 3.34GW，同比增长 234%，呈现逐月加速的状态。公司前三季度销售风电叶片 3093MW，三季度单季度销售额为 1755MW，大于上半年总销量。其中 2MW 及以上功率叶片占比接近 90%，由于叶片大型化，每套均价有所提升。风电场经济性提升和业主现金流改善有望拉动行业装机需求，我们预计 2018 年风电行业新增装机或达 25GW，公司作为叶片龙头最受益，毛利率也将受规模效应影响稳步回升。未来随着风电行业内部结构调整、标杆电价下调以及平价上网之后的能源转型需求，风电将迎来长景气周期，公司的市占率有望持续提升。同时，公司开始着手实施国际化战略，调研东欧、南美等国际风电市场，积极拓展海外客户。

■ **锂电隔膜业务稳步推进，1 和 2 线已获量产订单。**新能源汽车放量带动隔膜快速增长，储能有望成为新增长点。湿法隔膜性能优异，代替干法趋势明显，2017 年全市场湿法隔膜产量占比达到 54%，同比增加 12%。公司 2011 年进入锂电隔膜领域，2016 年投入 9.9 亿建设 2.4 亿平米湿法隔膜新线。**报告期内，1#、2#生产线完成 72 小时连续运转考核，获得量产订单（客户为亿纬锂能等）；3#、4#生产线全面贯穿进入试生产调试阶段。**4 条生产线全部建成投产，产品实现批量销售将为公司带来新的利润增长点。

■ 3、长海股份：玻纤制品龙头，周期波动相对较小，原纱亦提供部分业绩弹性

■ **公司拳头产品为短切毡和湿法薄毡，结构优化以及降本增效将促进毛利率提升。**在公司的短切毡产品中，轻克重占比超过 50%（轻克重产品价格比普通短切毡产品贵 50%以上），主要用于汽车顶棚。随着汽车轻量化推进以及渗透率的不断提高，此需求有望保持稳定增长。从成本端来看，公司作为短切毡细分领域龙头，本身就具备规模和技术优势，且由于玻纤原纱主要自供，产线冷修技改带来的原纱成本降低将促进短切毡制品毛利率的提升。湿法薄毡广泛应用于电子、防水和保温等领域，需求规模有望持续增长（目前国内湿法薄毡占玻纤行业总规模的比例依然较低），公司产能的不断增加（几乎处于满产状态）将促进业绩持续增长。

- **向上游玻纤原纱和下游复合材料制品延伸，进一步减小周期波动。**公司目前拥有玻纤原纱产能 19 万吨，其中约 40%的产能为 18 年新建投产，生产成本较低。产能的增加不仅可以供制品自用，也增加了外销量，且由于玻纤原纱的毛利率较高，两者结合提供了较大业绩弹性。除了向上游原纱延伸之外，公司积极拓展连续纤维增强热塑型玻纤复合材料项目，将在汽车以及轨道交通领域拥有较大市场空间。
- **资产负债率较低且现金比率高，经营质量较高。**与主要生产原纱的中国巨石、泰山玻纤和山东玻纤等相比，长海股份资产负债率较低、现金比率较高，分别为 23.5%和 0.8。虽然 2017 年公司营业利润下降超过 20%，但经营性现金净流量依然保持 15%的增长，表明公司的经营质量较高。
- **新材料：菲利华：定增加码半导体和军工复材，石英耗材龙头再起航**
- **市场规模总量不大，菲利华市占率仍有较大提升空间。**我们预计 2017 年半导体市场石英规模约 170 亿元，而菲利华在此领域的营收约为 2 亿。
- **下游行业景气向上，行业增速稳中有升。**1) 2017 年公司半导体业务营收增速为 46%，2018H 为 50%。虽然整个半导体行业下游需求景气有所回落，但公司销售的半导体石英耗材增速与设备投资和销售的相关度更高，行业增长率有望维持在 15%左右。2) 5G 带动未来几年光纤需求年复合增长率约为 20%。3) 国防装备升级加民用拓展，石英纤维复合材料未来几年稳步增长。
- **半导体和军工行业资质认证是准入门槛，技术和综合配套壁垒较高。**公司是国内石英玻璃行业龙头，深耕石英玻璃五十年，在半导体、航空航天等领域技术优势明显。1) 在半导体领域，公司是国内唯一一家、全球第五家获得主要半导体设备商(东京电子、应用材料、Lam Research)认证的石英材料供应商，产品质量和工艺稳定性较高；2) 在航空航天领域，公司是全球少数具有石英纤维量产能力的制造商之一，具有军方供货资质；3) 公司具备生产半导体和光学用大尺寸石英玻璃材料的能力，同时也是国内唯一一家可以生产规格光掩膜基板、高精密光学石英材料的厂商。
- **研发和技术优势+成本优势+国家政策扶持，有望逐步实现进口替代。**1) 相对海外竞争对手，公司具有成本和本地化服务优势；2) 半导体产业链向中国转移是大趋势，政策大力支持国内供应商，公司作为研发和技术龙头，随着商业资源的积累，有望逐步实现进口替代，市占率有望逐步提升。
- **定增加码半导体和军工复材，品类拓展+产业链延伸齐头并进。**1) 在半导体领域，除了刻蚀用石英材料，合成石英和电熔石英是重点拓展方向，相对应的市场空间有望翻倍，且由于价格和毛利率更高且技术壁垒更强，将对业绩起到明显拉动。2) 在军工领域，公司将复合材料作为未来发展的战略方向，积极拓展立体编织、特种纤维材料和复合材料制造领域。从纤维到织物再到复合材料，需求量和利润率均将逐步提高，受益于下游需求的释放，军工业绩增速将显著提高。
- **品牌建材：消费建材的投资我们建议看清长期的趋势，与时间为友，与强者为伴。**长期看好伟星新材、三棵树、北新建材和东方雨虹，短期部

分龙头因为原材料成本上升可能面临一定盈利能力下滑的压力，但是在行业集中度进一步提升过程中成本的转嫁只是时间问题。

- **我们推荐的消费建材类公司的成长性不仅源于细分行业市场规模的平稳增长,更来源于作为各细分行业龙头的内生增长带来的市占率和盈利能力的持续提升**，主要基于以下原因。
- **1) 2B 端**: 地产商集中度和精装房比例的双重提升使龙头地产商具有更强的采购话语权,具备工程端优势且深度绑定的品牌建材企业将持续受益;
- **2) 2C 端**: 存量房的二次装修和消费升级带来的新增需求以及相对较小的单客消费金额使消费者更加看重品牌和服务;
- **3) 矿产资源紧缺叠加环保趋严,进一步淘汰资源储备不足的小企业,以及环保不达标的石膏板、瓷砖和防水材料企业。**
- 除北新建材以外,其他装饰建材龙头公司市占率不高,具备“大行业,小公司”特点,随着地产集中度提升、消费升级以及环保趋严影响,龙头市场份额将持续提升。
- **风险提示**: 房地产、基建投资低于预期,宏观经济大幅下滑,供给侧改革不及预期、政策变动的风险

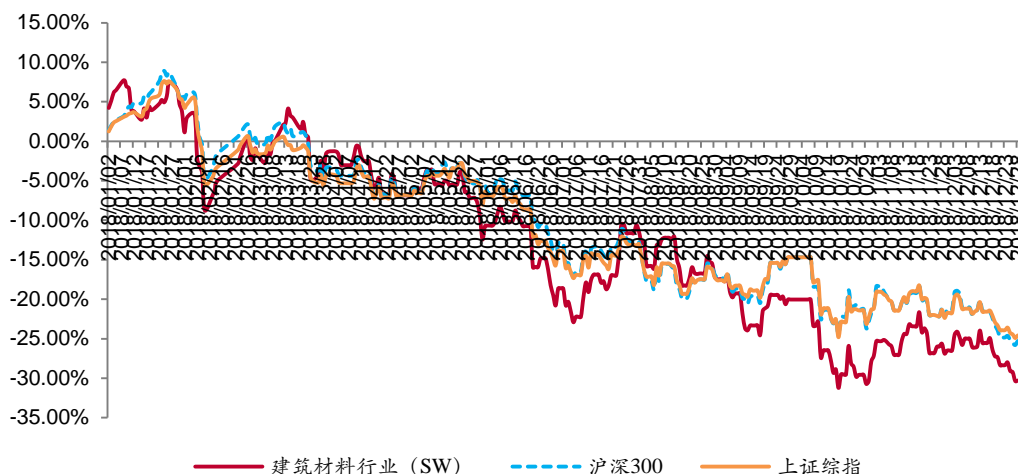
内容目录

1、本周行情回顾.....	- 8 -
2、核心标的估值表.....	- 9 -
3、核心标的跟踪.....	- 9 -
4、水泥行业本周跟踪.....	- 12 -
5、玻璃行业本周跟踪.....	- 14 -
6、玻纤行业本周跟踪.....	- 17 -
7、风险提示.....	- 20 -

1、本周行情回顾

- 本周（2018.12.23-2018.12.31）建筑材料板块（SW）上涨-2.72%，上证综指上涨-0.89%，超额收益为-1.83%。
- 个股方面，在中泰建材重点覆盖公司中，三祥新材、太空板业、石英股份、菲利华、长海股份位列涨幅榜前五，西部建设、红宇新材、东方雨虹、凯伦股份、道氏技术位列涨幅榜后五。

图表 1：建材（SW）行业年初以来市场表现



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：本周中泰建材行业个股涨幅前五

代码	股票简称	股价(元)	本周涨跌幅(%)	相对大盘涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅(%)
603663	三祥新材	17.00	5.79	6.68	-15.49
300344	太空板业	7.00	4.32	5.21	-37.50
603688	石英股份	11.00	4.27	5.16	-29.33
300395	菲利华	14.35	3.46	4.35	-14.68
300196	长海股份	8.83	2.44	3.33	-31.64

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：本周中泰建材行业个股跌幅前五

代码	股票简称	股价(元)	本周涨跌幅(%)	相对大盘涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅(%)
002302	西部建设	8.84	-16.76	-15.87	17.43
300409	红宇新材	13.11	-11.45	-10.56	6.64
600076	东方雨虹	4.10	-9.69	-8.80	23.41
002088	凯伦股份	8.47	-9.68	-8.79	18.44
000509	道氏技术	2.70	-9.08	-8.19	25.12

来源：Wind、中泰证券研究所

2、核心标的估值表

图表 4: 核心标的估值表

【中泰建材】核心公司估值表(20181229)

股票代码	股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	17年 EPS	18年 EPS	19年 EPS	17年归母净利润 (亿元)	18年归母净利润预测 (亿元)	19年归母净利润预测 (亿元)	总股本 (亿股)	18年增速	PE (对应18年)	PB
600585.SH	海螺水泥	29.3	1602	2.99	5.79	6.11	158.6	306.91	324.04	52.99	93.6%	5.06	1.50
600801.SH	华新水泥	16.7	224	1.39	3.36	3.68	20.8	50.26	55.09	14.98	141.9%	4.98	1.68
601636.SH	旗滨集团	3.8	102	0.43	0.47	0.49	11.4	12.52	13.21	26.88	9.5%	8.16	1.38
000672.SZ	上峰水泥	8.4	69	0.97	1.72	1.86	7.9	14.00	15.14	8.14	76.8%	4.90	2.23
600720.SH	祁连山	6.5	50	0.74	1.04	1.08	5.8	8.10	8.40	7.76	40.9%	6.18	0.88
600176.SH	中国巨石	9.7	339	0.61	0.77	0.94	21.5	27.05	32.74	35.02	25.8%	12.56	2.48
002080.SZ	中材科技	8.1	104	0.59	0.67	0.82	7.7	8.59	11.13	12.91	12.0%	12.07	1.11
002271.SZ	东方雨虹	13.0	193	0.83	1.08	1.39	12.4	16.07	20.70	14.92	29.7%	12.02	2.50
002372.SZ	伟星新材	15.5	203	0.63	0.76	0.90	8.2	9.90	11.84	13.11	20.6%	20.54	6.13
000786.SZ	北新建材	13.8	232	1.39	1.60	1.71	23.4	26.95	28.93	16.90	15.0%	8.60	1.68
002798.SZ	帝欧家居	13.4	52	0.14	0.95	1.27	0.6	3.68	4.9	3.85	569.1%	14.04	1.67
300395.SZ	菲利华	14.4	43	0.41	0.57	0.76	1.2	1.69	2.4	3.00	38.5%	25.18	4.32
3323.HK	中国建材	4.6	385	0.38	0.83		32.3	70.00		84.35	117.1%	5.50	0.43

来源: Wind、中泰证券研究所

3、核心标的跟踪

- 海螺水泥: 熟料“资源化”加速, 龙头价值或迎重估: 需求端 2018 年仍将在高位维持窄幅波动:** 固定资产投资对水泥产量的拉动作用在逐渐减弱, 但是稳中求进的大基调将对水泥需求总量起到支撑作用。华东、中南区域仍是水泥需求最为旺盛稳定的地区。西北、华北地区有望通过基建规划实现扭转困境。**熟料“资源化”带来行业巨变:** 资源属性逐渐增强, 矿山严控已经成为水泥产能约束的重要因素。矿石产业升级迫在眉睫, 大小企业资源禀赋差距明显。熟料“资源化”倒逼行业出清。**错峰限产趋严, 行业自律深化:** 错峰限产仍然是行业供需关系的安全垫。“价在量先”已成共识, 行业自律将继续维持。**供给侧改革有序推进, 龙头价值有望重估:** 去产能行动方案将有序推进, 名义产能曲线将迎来拐点。建立在当前需求整体高位维持窄幅波动, 而行业格局持续向好的过程中, 行业整体盈利将延续回升趋势。ROE 中枢逐渐上移, 且波动逐渐收窄。同时企业资本开支不断减少, 分红率提高, 龙头企业的价值属性将会带来估值中枢的提升。
- 伟星新材:** 伟星新材是专注 PPR、PVC 和 PE 塑料管道管材生产销售的龙头企业, 2017 年营收为 39 亿, 归母净利为 8.2 亿。公司通过强大的渠道、品牌和服务能力不断提高了市占率, 建立高品牌溢价; 近年毛利率稳步提升, 2017 年为 46.7% (其中收入占比 56% 的 PPR 管材业务毛利率为 58.3%)。公司通过规模效应及精细管控, 拥有远超前同行的净利率, 2017 年达到 21%。公司始终坚持“稳中求进、风险控制第一”的经营理念, 以“可持续”的内涵为核心价值观, 尤其注重现金流, 2017 年经营性现金流量净额为 9.42 亿元。公司的 ROE 和 ROIC 自 2012 年

起逐年上升，2017 年分别为 25.7%和 27.6%。塑料管道行业有明显的“大行业、小公司”特点，2017 年国内塑料管道产量为 1522 万吨，中国塑协预计未来三年行业增速稳定在 2.5%左右；但是全国塑料管道行业较为分散，但集中度呈现上升态势，CR20 由 09 年的 30%提高到 14 年的 44%。公司 2017 年总产量为 19.8 万吨，在整个塑料管道行业的市占率为 1.3%。我们测算出用于建筑给水的家装 PPR 市场空间超过 120 亿元，公司作为 PPR 行业龙头之一，市占率约为 7%。行业整体集中度提升仍然有明显空间。得益于多年来在品牌、渠道、服务等三方面的积累，我们认为公司在 PPR 零售领域的市占率将进一步提升：1) 塑料管涉及饮水安全和卫生，具有较强的消费属性，且由于其在总体家装费用中占比较低（塑料管材支出为 1000~2000 元），另外作为家装隐蔽工程的重要一环，痛点相对较多；因此，在家装消费升级的背景下，消费者对价格的敏感度较低，更倾向于选择质量有保障、服务到位的产品。公司的 PPR 产品质量过硬，多年深耕零售市场打造了较强品牌力。2) 公司建立了一套扁平化的营销和管理模式，此模式能够让执行者有效执行公司决策管理思路，并对市场变化快速响应，具有较强的营销服务能力和市场竞争力。3) 伟星推出的“星管家”免费增值服务已成为行业标杆，通过“三免一告知”的方式，为用户提供产品真伪鉴定、高倍水压测试、拍摄录制管路走向图及讲解产品知识等，极大地提升了用户粘性，且得益于扁平化的管理模式，公司对下游经销商有更强的管控力，对于增值服务的质量有更好的把控。公司将借助以上优势在 PPR 零售业务中进一步完善版图+纵深发展：1) 成熟市场渠道进一步下沉（浙江等地已经渗透到乡镇）；2) 近年加大新区域市场的拓展（西北、中部市场），且卓有成效，不断推进“星管家”和“双质保”联动，实现稳健发展。**工程和房地产市场多点开花：**近年来公司积极拓展新业务，2011 年开始布局“燃气事业部”，政府的一系列政策利好、对于市政工程招标的透明化以及对产品质量的重视，都为伟星在这一领域的发展提供了机遇。17 年公司 PE 产品营收增速超过 PPR，达到 23.80%。另外，公司不断完善房产工程业务模式，积极应对房地产行业新挑战。**防水、净水新产品上市，建立家装隐蔽工程完整生命线：**净水和防水两大家装隐蔽工程新业务稳步推进（目前华东地区防水试点情况推进良好，净水器销售也呈现稳健增长），未来有望借助零售渠道和服务、品牌优势切入并拓展市场，带来新的利润增长点，为公司带来新的增长活力。

- **北新建材：成本端优势领先，拥有核心定价权：**石膏板行业未来稳定增长：石膏板目前市场空间约 30 亿平米，预计 2020 年提高到 34 亿，2025 年提高到 41 亿平米，CAGR 约 3.5%。目前我国石膏板主要用在吊顶领域，隔墙仅占到 5%；未来随着装配式建筑房屋渗透率提高，石膏板隔墙将逐步替代砖泥隔墙，进一步带动石膏板需求。市占率不断提高，定价权进一步增强：公司过去几年市占率逐步提高，2016 年达到 55%左右。2017 年，随着环保政策进一步趋严，许多河北和山东的中小石膏板产线被迫关停，公司的市占率进一步提高，据我们测算有望超过 60%。高市占率下，龙头企业的定价权进一步增强，公司于 2017 年三季度进行提价，盈利出现大幅增厚。成本端持续领先，叠加技术构筑核心竞争力：石膏板作为一种兼具工装和家装的装饰材料，工装属性更强，因此相比品牌力，产品的成本控制更加重要。公司具备以下核心竞争力：1)

公司利用电厂的脱硫石膏作为生产的原材料，获取成本低且稳定；由于具备区位优势的电厂资源有限，公司前瞻性的布局将构筑护城河；2)石膏板生产技术主要掌握在企业手中，北新建材的“高强轻板”和“低密度石膏板”等技术使得板单重平均降低13%，节约石膏10%；3)石膏板产线具备一定规模优势，公司的平均产线规模处于领先地位，从而在能耗水平和人工成本控制上持续优化，较同规模的公司成本更低。资本开支逐渐下降，盈利能力持续向好，未来股息率有较大提升空间：2017年前三季度，公司的资产负债率仅28.5%，未来随着全国化的布局逐渐完成，公司的资本开支下降，股息率将进一步提高。

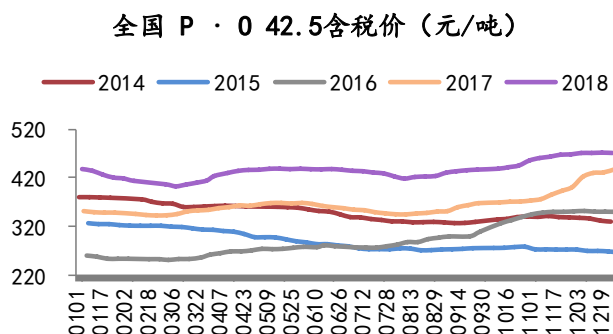
- **中国巨石：夯实技术和成本优势，龙头强者恒强**：技术和成本优势确保盈利稳步增长：公司通过技改持续降低单位成本，盈利能力领跑国际竞争对手和中小企业。随着九江和桐乡产能后续投产，我们预计2018和2019年有效产能增速为15%和20%左右。全球玻纤需求稳定增长，公司将夯实成本优势，在量价齐升的浪潮中进一步提升盈利。深耕高端领域，进一步分享热塑、风电和电子纱红利：公司在热塑和风电纱领域的市占率为16%和37%，占据龙头地位。与此同时，公司积极布局电子纱领域，未来将新建3条6万吨产线。公司凭借技术、成本和管理优势将进一步分享高端领域红利。继续全球扩张之路：为应对贸易壁垒影响、避免反倾销税，巨石近年来持续进行海外扩张，截止2017年底，在埃及产能为20万吨，占比达到15%。未来随着美国产线点火以及新建印度产线，海外产能将进一步提高。从国内到国际，中国巨石将进一步腾飞。
- **帝欧家居：1、收购欧神诺，切入高端瓷砖领域。2、瓷砖行业5000亿市场空间，“大行业，小企业”下龙头集中度逐渐提升，品牌企业最受益。**瓷砖行业市场空间巨大，新增需求+存量替换（住宅装修占比近6成）确保未来需求保持平稳增长。行业目前CR10仅为10%，近年来龙头企业市占率逐渐提升（按收入口径算，2013-2016年欧神诺、东鹏控股、蒙娜丽莎的市占率从1.53%提高至1.85%）。在地产开发商集中度提升、精装房占比提高和环保持续加码的趋势下，具有资金和品牌优势的大企业市占率有望进一步提高。**3、欧神诺工程渠道优势明显**：2014至2016年自营工程销售占比均超过55%。2016年主要客户碧桂园、恒大、万科等的合同销售面积增长率分别为74%、75%、34%，且其精装修比例均超过80%，高比例精装房的大客户销售的高增长有助于工程业务持续放量；积极拓展云商平台，与传统经销商共发力，2016年营收占比为42%，未来盈利和自主性有望进一步提高。**4、并购事宜尘埃落定，资本、产业、客户和营销网络协同有望推动强者恒强。****1）资本协同助力产能扩充**：欧神诺将利用募集资金加速跑马圈地，充足产能为后续持续释放业绩及提高市占率夯实基础，同时规模效应将进一步提升盈利能力。**2）产业协同**：帝欧家居将借助欧神诺陶瓷领域优势，进军陶瓷卫浴事业。**3）销售渠道协同**：帝欧家居经销商网络强大，收入占比超过70%，但工程渠道客户拓展尚处于起步阶段；欧神诺则拥有强大的工程渠道，与碧桂园、万科、恒大等知名企业建立了全面战略合作关系，客户群稳定。鉴于卫生洁具、瓷砖的客户具有一定重合性，未来在客户资源上有望实现共享，帝欧家居在工程业务方面的拓展有望加速。**4）营销网络覆盖区域互补**：帝欧家居西南和华东区域营收占比达67%，欧神诺客户集中

在华南和华东，占比为 78%，两家的销售网络将实现互补，营销布局有望进一步完善。

4、水泥行业本周跟踪

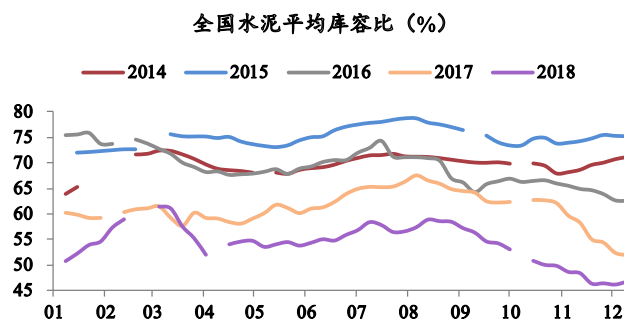
- 价格方面：**2018 年 12 月 24 日至 2018 年 12 月 31 日，本周全国水泥市场价格稳中有落。价格下调地区主要是浙江温州，福建三明、龙岩，湖北襄阳，湖南怀化，贵州铜仁等地，主要消费市场价格继续保持平稳。临近 12 月底，随着农村需求和部分工程项目结束，以及雨水天气影响，国内水泥市场需求开始减弱，企业发货环比均有不同程度下降，库存增加。预计元旦过后，水泥价格将正式开始季节性回落。
- 库存方面：**2018 年 12 月 24 日至 2018 年 12 月 31 日，全国水泥库存较上周上升 1.3%。华北地区库存较上周上涨 0.5%（河北上涨 2.5%），东北地区库存较上周不变，华东地区库存较上周上涨 2.4%（江苏上涨 5%，浙江上涨 4%，安徽上涨 2.5%，福建上涨 2.5，江西上涨 2.5%），中南地区库存较上周上升 3%（湖北上涨 1.3%，广东上涨 10%，广西上涨 2%，海南上涨 5%），西南地区库存较上周上升 1.9%（重庆上涨 5%，四川上涨 2.5%），西北地区库存较上周不变。截至目前，西北、西南地区库存最高，为 56%。东北、华北、中南地区分别为 54%、51%、50%。华东地区最低为 48%。

图表 5: 全国水泥价格 (元/吨)



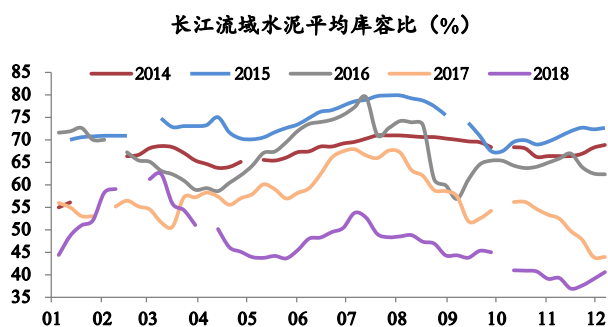
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 6: 全国水泥库存 (%)

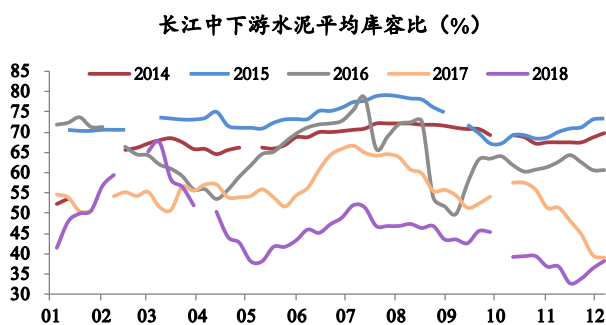


来源：数字水泥网、中泰证券研究所

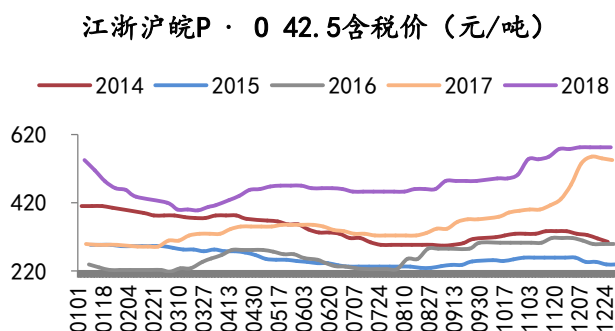
图表 7: 长江流域水泥库存 (%)



图表 8: 长江中下游水泥库存 (%)

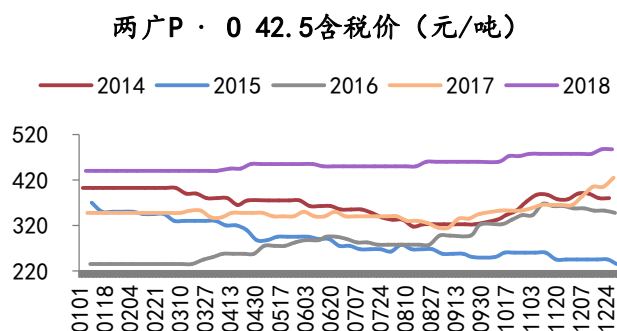


来源：数字水泥网、中泰证券研究所

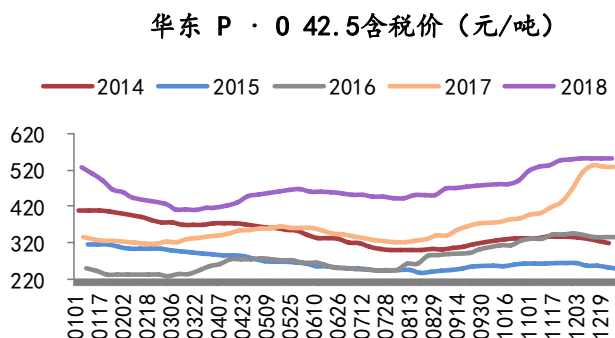
图表 9：江浙沪皖水泥价格（元/吨）


来源：数字水泥网、中泰证券研究所

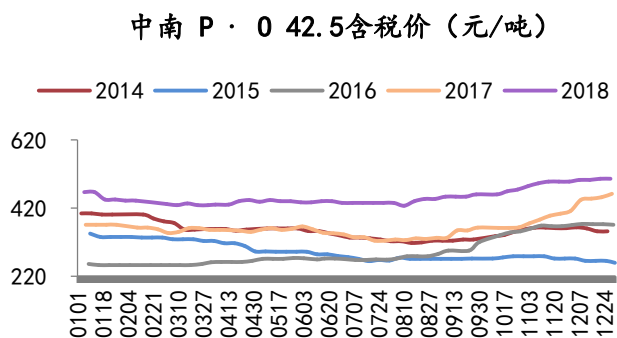
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 10：两广水泥价格（元/吨）


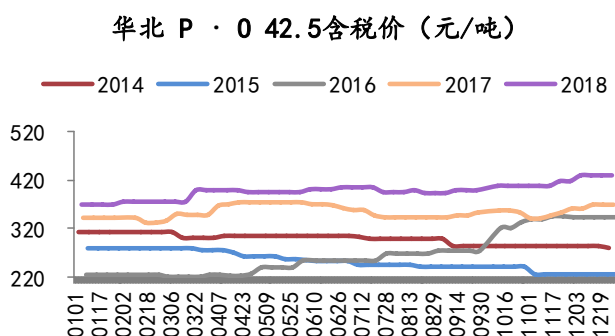
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 11：华东水泥价格（元/吨）


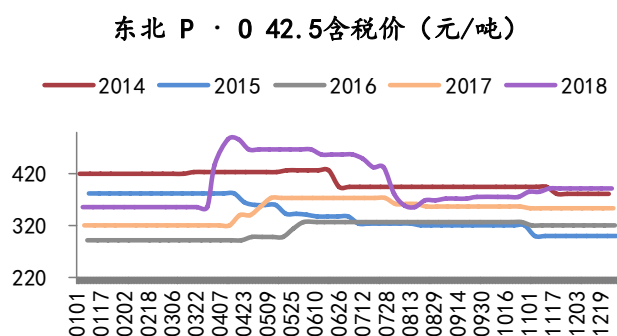
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 12：中南水泥价格（元/吨）


来源：数字水泥网、中泰证券研究所

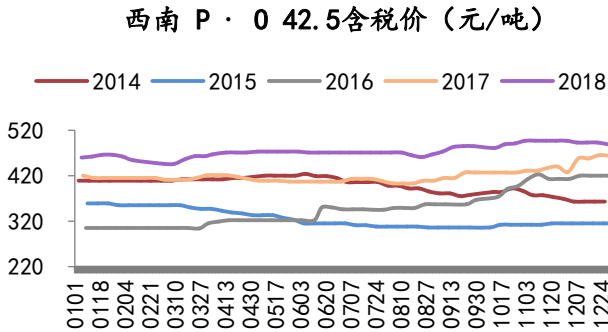
图表 13：华北水泥价格（元/吨）


来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 14：东北水泥价格（元/吨）


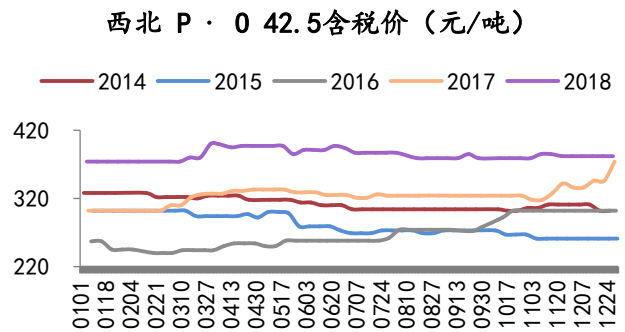
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 15: 西南水泥价格 (元/吨)



来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 16: 西北水泥价格 (元/吨)



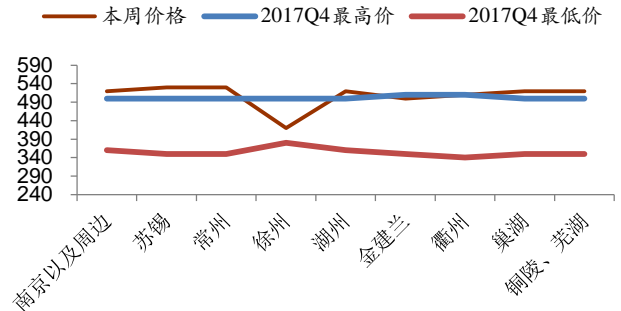
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 17: 水泥产量增速图



来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 18: 熟料价格对比

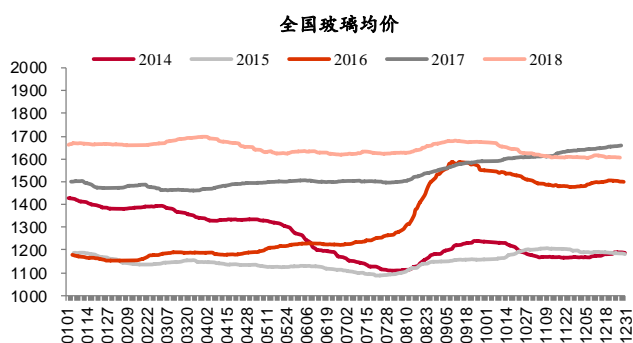


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

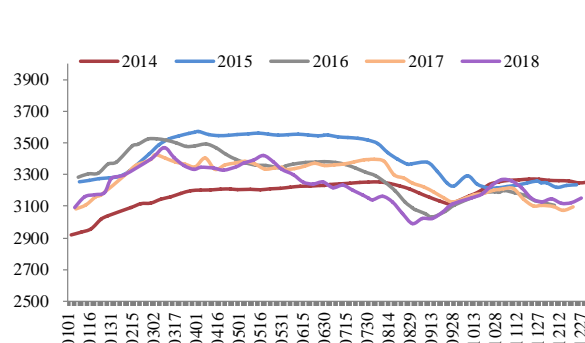
5、玻璃行业本周跟踪

- 价格方面:** 12 月末全国白玻均价 1605 元, 环比上月上涨-2 元, 同比去年上涨-53 元。从区域看, 华东和华北等地区市场报价有所上涨, 华南和华中地区价格持平, 东北地区出台冬储政策, 临近的华北地区价格有所调整, 西南压力偏大。
- 库存方面:** 月末浮法玻璃产能利用率为 70.04%, 环比上月上涨-1.13%, 同比去年上涨-0.03%。在产产能 92850 万重箱, 环比上月增加-1500 万重箱, 同比去年增加 2106 万重箱。月末行业库存 3152 万重箱, 环比上月增加 24 万重箱, 同比去年增加 63 万重箱。月末库存天数 12.39 天, 环比上月增加 0.29 天, 同比增加-0.03 天。

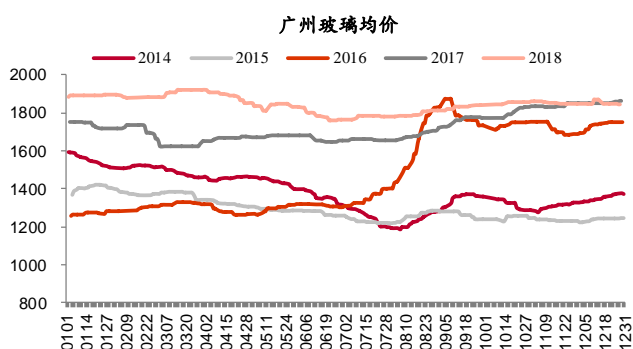
- 2018年12月28日中国玻璃综合指数1143.12点，环比上月上涨-1.86点，同比去年同期上涨-42.79点；中国玻璃价格指数1170.96点，环比上月上涨-0.96点，同比去年同期上涨-38.13点；中国玻璃信心指数1031.77点，环比上月上涨-5.46点，同比去年同期上涨-61.40点。本月玻璃现货市场总体走势尚可，在年末赶工订单的作用下，大部分生产企业均能保持较好的产销率，库存上涨幅度低于预期。近两年来企业效益较好，临近年末资金情况尚可，没有出现大幅度降价促销的压力。同时春节期间原燃材料所需资金也问题不大。从现货价格走势看，呈现区域分化的特征。华东、华中及华北等地区现货终端需求尚可，加工企业采购玻璃数量维持正常的状态；华南地区现货价格近两个月来一直保持较高的水平，价格压力不大；东北地区出于库存保管的需要，冬储政策出台，贸易商缴款情况尚可。

图表 19: 全国玻璃均价 (元/吨)


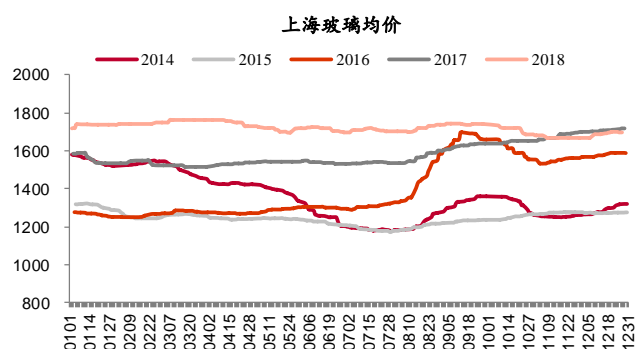
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 20: 全国玻璃库存变动走势图 (万重量箱)


来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

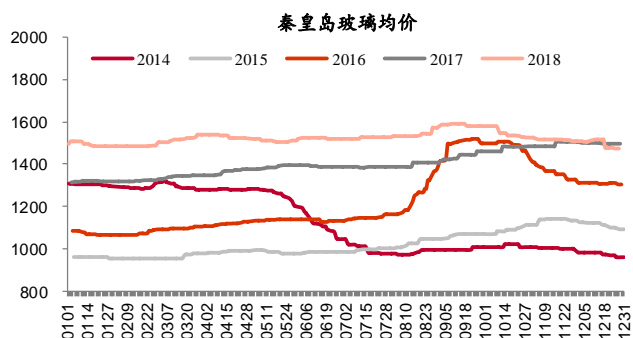
图表 21: 广州平板玻璃均价


来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 22: 上海平板玻璃均价


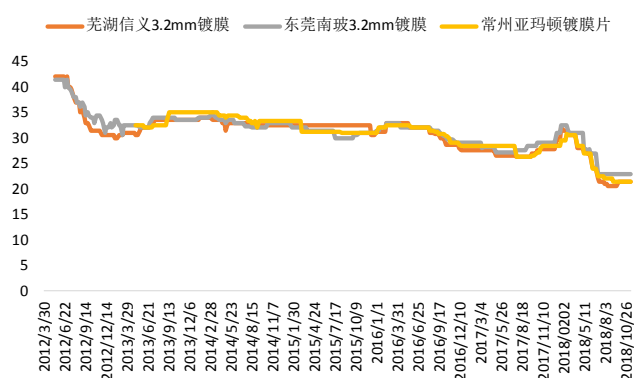
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 23: 秦皇岛平板玻璃均价



来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 24: 光伏玻璃均价走势图



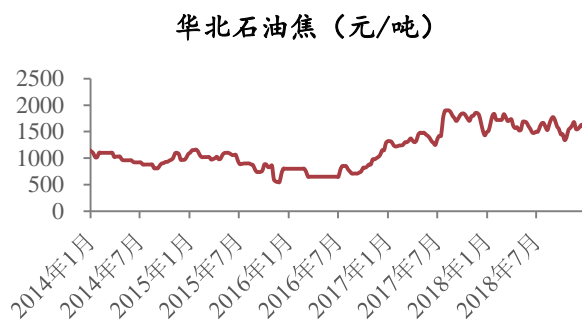
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 25: 神木煤 (6500 大卡) 坑口价



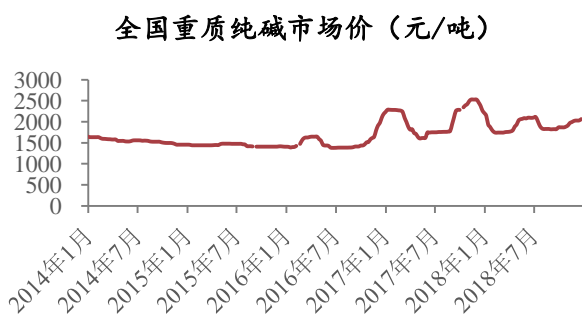
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 26: 华北石油焦价格



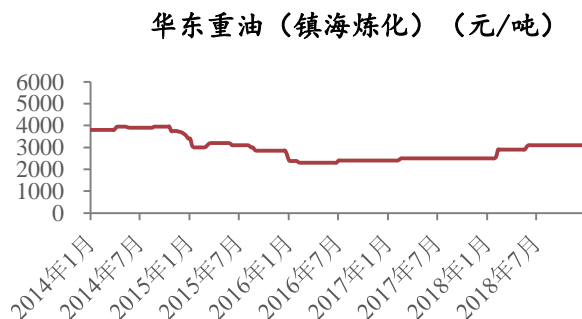
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 27: 纯碱价格

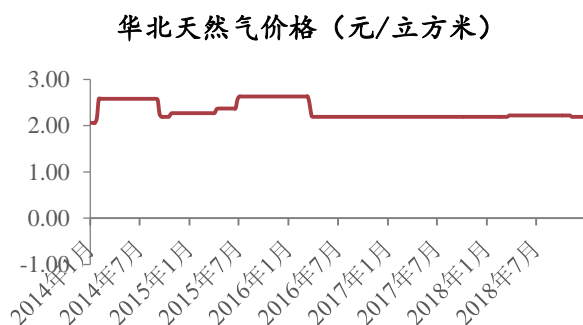


来源: Wind、中泰证券研究所

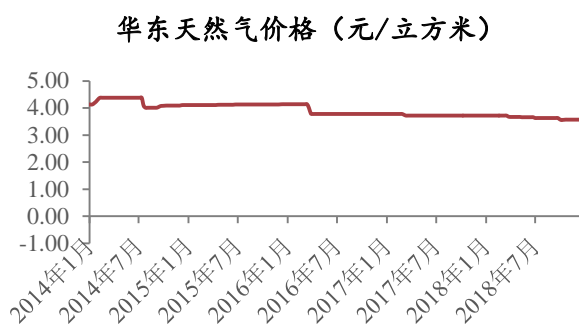
图表 28: 重油价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 29: 华北天然气价格图


来源: Wind、中泰证券研究所

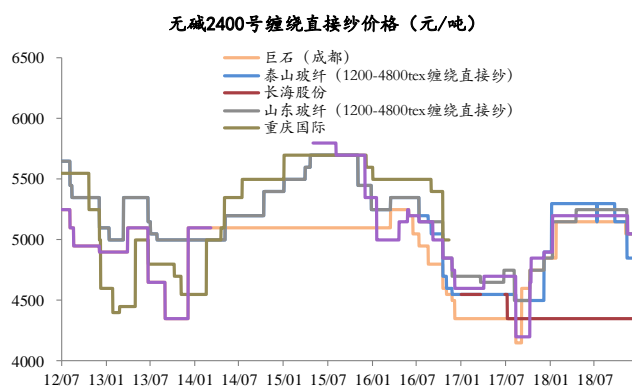
图表 30: 华东天然气价格图


来源: Wind、中泰证券研究所

6、玻纤行业本周跟踪

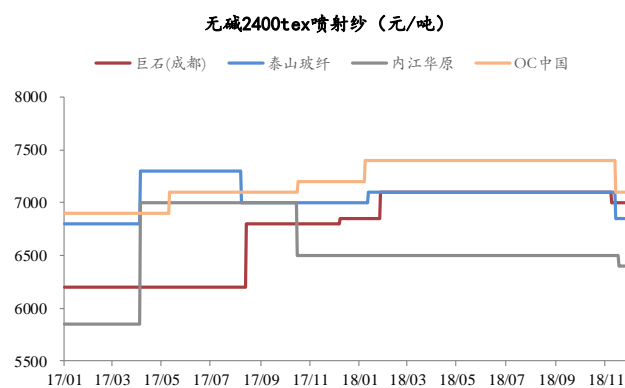
- **无碱玻纤:** 据卓创了解, 12月无碱粗纱市场价格整体维稳, 各主要池窑企业价格暂无明显调整。供应面来看, 月内, 两条新生产线点火, 国内在产产能后期有望增加 18 万吨/年, 供应量增加势必会带来供应压力的加大。需求面来看, 正值传统淡季, 下游需求提升空间有限, 现阶段虽厂家挺价意向较大, 但实际成交价格下行重心加大。目前, 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格仍维持在 4900-5000 元/吨不等, oc 报价偏高, 短市价格稳中偏弱为主。无碱细纱市场交投相对平稳。成本面, 无碱玻璃球受成本上涨影响, 南方市场现阶段仍以老客户订单为主, 但长线来看, 市场价格仍存走高预期。
- **中碱玻纤:** 据卓创了解, 中碱纱市场月内整体暂稳, 河北地区受政府监察力度影响, 下游加工厂开工率受限, 需求变淡, 任丘市场价格偏低, 部分货源出现低价外销现象, 华东市场中碱纱市场主流调整不大, 西南市场产销量好, 个别型号需求热度仍存。当下供需转弱之下, 预计中碱纱市场短期内以稳中调整为主。
- **电子纱:** 据卓创了解, 电子纱市场价格延续走低趋势, 一方面来自下游电子布价格走低影响, 上游电子纱外调产品价格成交重心下行; 另一方面受产能增加影响, 月内, 中国巨石 6 万吨电子级生产线点火对国内电子纱产能有一定增加, 供需弱市之下, 市场价格下行明显, 现阶段, 7628 电子布市场价格在 4.5-4.6 元/米。

图表 31: 无碱 2400 号缠绕直接纱价格



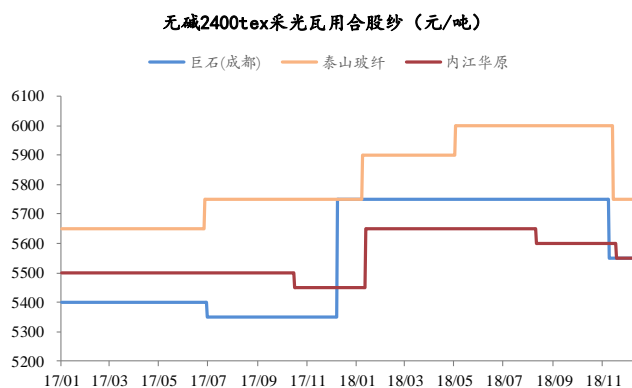
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 32: 无碱 2400 号喷射纱价格



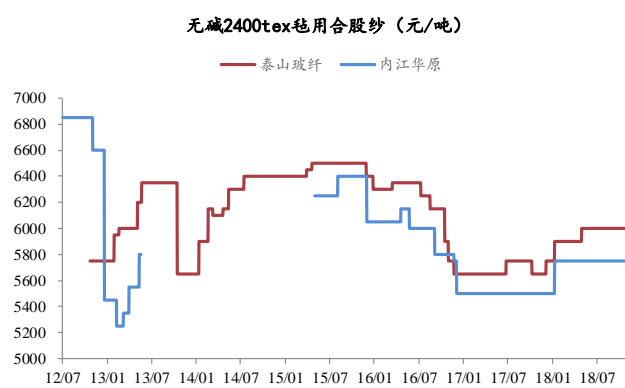
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 33: 无碱 2400 号采光瓦用合股纱价格



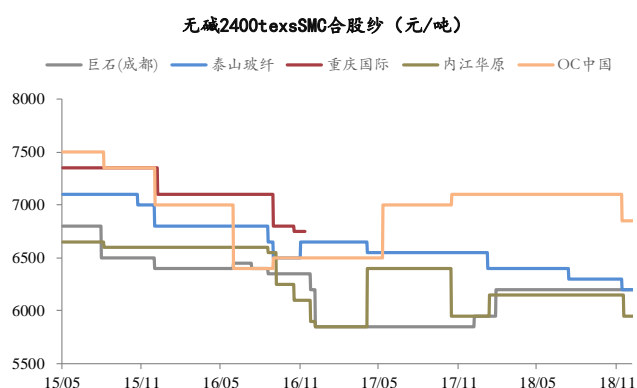
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 34: 无碱 2400 号毡用合股纱价格



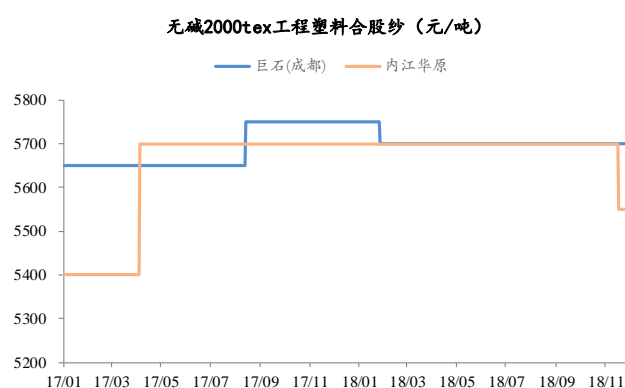
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 35: 无碱 2400 号 SMC 合股纱价格



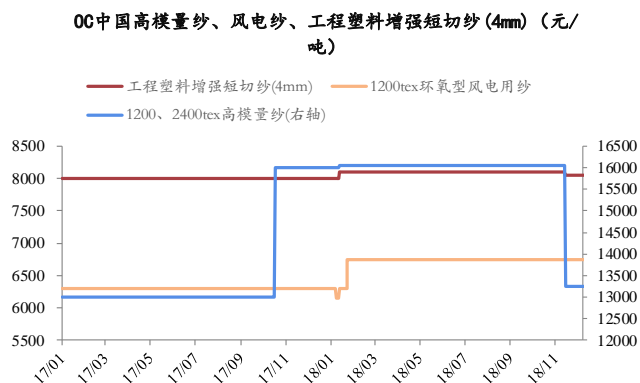
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 36: 无碱 2400 号工程塑料合股纱



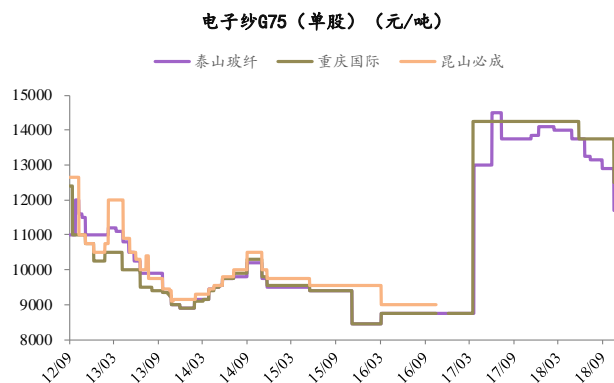
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 37: OC 中国高模量纱、风电纱、工程塑料增强短切纱(4mm)价格



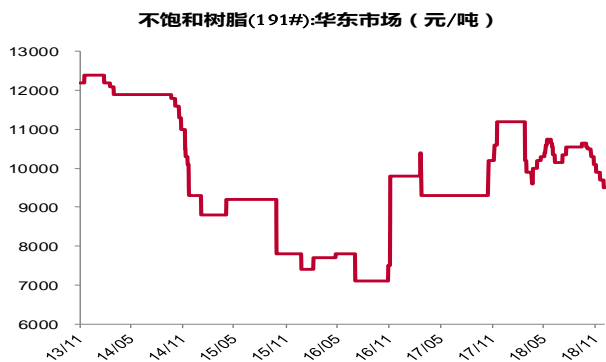
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 38: 电子纱 G75 (单股) 价格



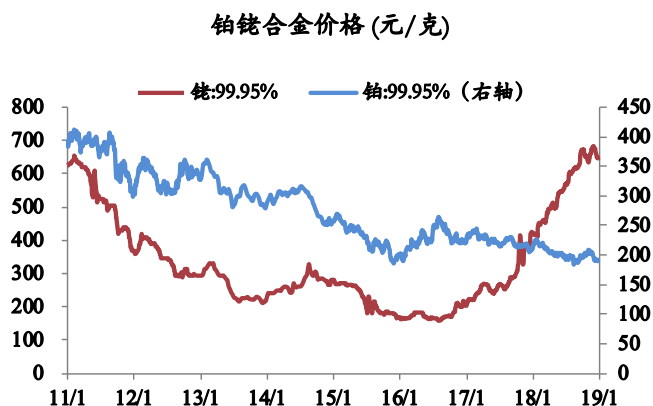
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 39: 树脂价格



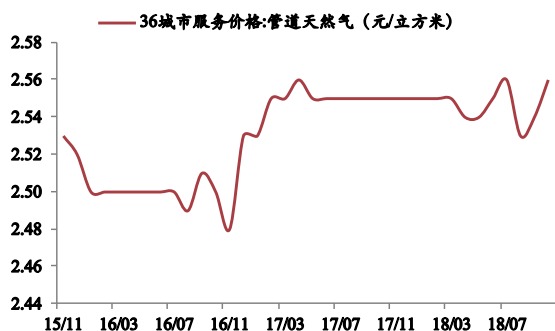
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 40: 铂铑合金价格



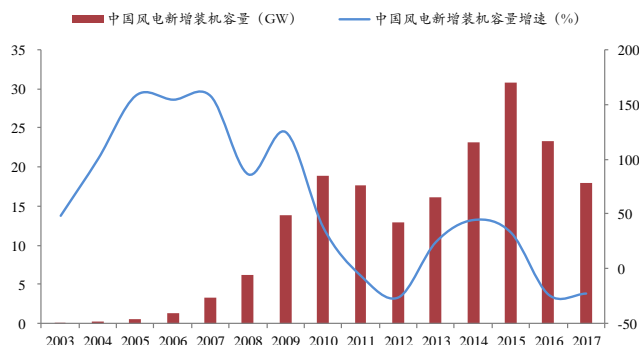
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 41: 36 城市服务价格: 管道天然气



来源: Wind、中泰证券研究所

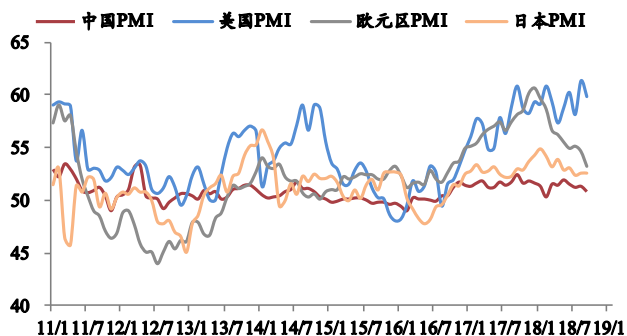
图表 42: 风电每年新增装机量及同比增速



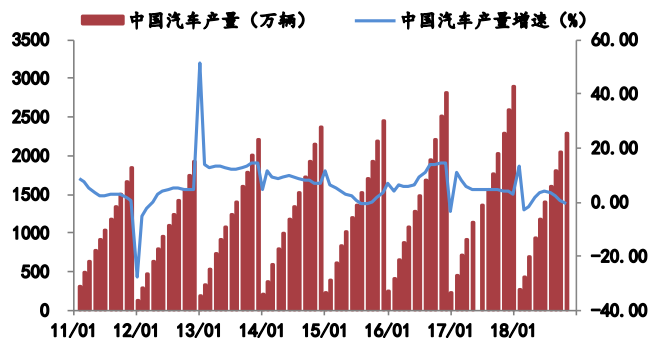
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 43: 全球主要经济体 PMI

图表 44: 中国汽车产量及同比增速



来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

7、风险提示

- 风险提示: 房地产、基建投资低于预期, 宏观经济大幅下滑, 供给侧改革不及预期

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。