

## 建筑材料行业

### 水泥股为什么淡季上涨，中期继续看好山东药玻、石英股份、长海股份

本周水泥和平板玻璃价格继续淡季下跌；过去三年（2016 年以来），淡季（1 月-3 月，6 月-8 月）都是水泥股值得重点关注的季节，以海螺和华新水泥为例，过去 3 年绝大部分涨幅都是在淡季贡献，这个是偶然的碰巧还是有内在逻辑？很多人的想法可能会认为淡季来临水泥价格下跌会对股价不利，旺季水泥涨价更容易驱动股价上涨；实际上淡季水泥跌价、旺季水泥涨价是行业正常规律，而要驱动股价上涨，我们更需要关注的是背后的超预期——淡季和旺季表现是否超预期。

过去三年以来之所以在淡季股价表现较好，核心是淡季更容易表现出超预期；背后原因来自供需两方面，一是 2016-2018 年水泥行业实际需求表现一直处于景气向上态势，但是市场对需求预期一直都偏悲观，每到淡季需求和水泥价格表现不好时更容易形成过度悲观预期（下行趋势开始），从而容易出现超预期；二是 2016-2018 年水泥行业供给处于收缩态势，而行业供给收缩的主要驱动力来自于行业协同（错峰生产本质上也是协同），协同（包括错峰生产）主要发生在淡季，而到旺季来临供给又恢复正常，淡季供给收缩容易淡季不淡，旺季供给又释放容易旺季不太旺，从而使得淡季更容易超预期。总而言之，2016-2018 年淡季股价表现较好主要原因还是需求趋势向上+行业协同有效运行。

以此来看 2019 年上半年，我们认为水泥股在一季度淡季仍具备估值修复机会，一是我们在年度策略报告展望 2019 年全年虽然是趋势转折点，但是我们对 2019 年上半年基本面并不悲观，房地产补库存尚未结束，基建投资边际回升，上半年需求下行风险不大，但是市场的预期比较悲观，我们认为存在一定预期差；二是我们认为从江浙沪皖核心区域 1 月初熟料价格一次性下调 160 元/吨反而说明目前协同仍在有效发挥作用；三是以龙头公司海螺水泥为例，预计 2018 年底归属净资产预计 1130 亿，假设未来 2-3 年行业趋势下行回到较差水平（比如 2015 年），届时海螺水泥的归属净资产预计有望达到 1400-1500 亿（现金分红股价也要除权），按照目前 1645 亿市值，对应约 1.1 倍 PB，绝对下行风险很小，这反映目前股价已经隐含较悲观预期。综合来看，我们认为海螺和华新 1 季度存在估值修复机会。

中期来看，我们继续看好特种玻璃的趋势性机会，具体而言，一是山东药玻，行业需求受宏观经济周期影响很小，药用玻璃供给格局稳定（山东药玻一家独大），中硼硅玻璃渗透率提升，上游成本（煤炭、纯碱）回落继续驱动毛利率提升，业绩持续增长有保障；二是石英股份，石英玻璃下游半导体光纤等领域景气上行，高端领域高进入壁垒进口替代，未来 2-3 年仍将继续快速成长；三是长海股份，玻纤制品龙头、质地优秀而 PB、PE 估值都处于历史最底部，下行风险小，公司在积极推进产品高端化、产业链差异化，竞争力将进一步加强，进入新一轮扩张轨道，将有效抵御宏观经济波动的影响，业绩增长持续性强；四是光伏玻璃行业，行业格局稳定，龙头公司竞争力突出，目前处于周期低点，2019 年光伏装机需求回升将驱动行业景气周期上行。

**风险提示：**宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

行业评级

持有

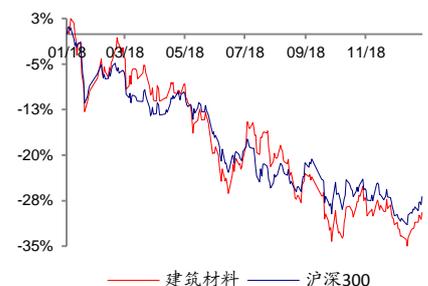
前次评级

持有

报告日期

2019-01-20

### 相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

分析师：

徐笔龙



SAC 执证号：S0260517080013



021-60750611



xubilong@gf.com.cn

请注意，邹戈、徐笔龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

建筑材料行业:2018 年 11 月 2018-12-19

数据点评：水泥价格超预期，

京津冀需求成亮点

建筑材料行业:药用玻璃：一致 2018-12-17

性评价风已起，龙头启动再成长

联系人：赵勇臻 021-60750614

zhaoyongzhen@gf.com.cn

## 目录索引

水泥股为什么淡季上涨，中期继续看好山东药玻、石英股份、长海股份 .....	4
风险提示 .....	5

## 图表索引

表 1: 海螺水泥和华新水泥区间股价涨幅 .....	4
----------------------------	---

## 水泥股为什么淡季上涨，中期继续看好山东药玻、石英股份、长海股份

本周水泥和平板玻璃价格继续淡季下跌；过去三年（2016年以来），淡季（1月-3月，6月-8月）都是水泥股值得重点关注的季节，以海螺和华新水泥为例，过去3年绝大部分涨幅都是在淡季贡献，这个是偶然的碰巧还是有内在逻辑？很多人的想法可能会认为淡季来临水泥价格下跌会对股价不利，旺季水泥涨价更容易驱动股价上涨；实际上淡季水泥跌价、旺季水泥涨价是行业正常规律，而要驱动股价上涨，我们更需要关注的是背后的超预期——淡季和旺季表现是否超预期。

表1：海螺水泥和华新水泥区间股价涨幅

海螺水泥	股价涨幅 (%)	华新水泥	股价涨幅 (%)
2016.2.1-2016.4.14	36%	2016.2.1-2016-4.15	53%
2016.6.16-2016.9.7	28%	2016.6.24-2016.8.15	32%
2017.1.1-2017.3.16	30%	2017.1.16-2017.3.24	46%
2017.6.16-2017.8.1	20%	2017.5.24-2017.9.25	100%
2018.1.1-2018.2.2	27%	2018.1.1-2018.2.5	12%
2018.7.5-2018.8.14	25%	2018.5.30-2018.8.10	59%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

过去三年以来之所以在淡季股价表现较好，核心是淡季更容易表现出超预期；背后原因来自供需两方面，一是2016-2018年水泥行业实际需求表现一直处于景气向上态势，但是市场对需求预期一直都偏悲观，每到淡季需求和水泥价格表现不好时更容易形成过度悲观预期（下行趋势开始），从而容易出现超预期；二是2016-2018年水泥行业供给处于收缩态势，而行业供给收缩的主要驱动力来自于行业协同（错峰生产本质上也是协同），协同（包括错峰生产）主要发生在淡季，而到旺季来临供给又恢复正常，淡季供给收缩容易淡季不淡，旺季供给又释放容易旺季不太旺，从而使得淡季更容易超预期。总而言之，2016-2018年淡季股价表现较好主要原因还是需求趋势向上+行业协同有效运行。

以此来看2019年上半年，我们认为水泥股在一季度淡季仍具备估值修复机会，一是我们在年度策略报告展望2019年全年虽然是趋势转折点，但是我们对2019年上半年基本面并不悲观，房地产补库存尚未结束，基建投资边际回升，上半年需求下行风险不大，但是市场的预期比较悲观，我们认为存在一定预期差；二是我们认为从江浙沪皖核心区域1月初熟料价格一次性下调160元/吨反而说明目前协同仍在有效发挥作用；三是以龙头公司海螺水泥为例，预计2018年底归属净资产预计1130亿，假设未来2-3年行业趋势下行回到较差水平（比如2015年），届时海螺水泥的归属净资

产预计有望达到1400-1500亿（现金分红股价也要除权），按照目前1645亿市值，对应约1.1倍PB，绝对下行风险很小，这反映目前股价已经隐含较悲观预期。综合来看，我们认为海螺和华新1季度存在估值修复机会。

中期来看，我们继续看好特种玻璃的趋势性机会，具体而言，一是山东药玻，行业需求受宏观经济周期影响很小，药用玻璃供给格局稳定（山东药玻一家独大），中硼硅玻璃渗透率提升，上游成本（煤炭、纯碱）回落继续驱动毛利率提升，业绩持续增长有保障；二是石英股份，石英玻璃下游半导体光纤等领域景气上行，高端领域高进入壁垒进口替代，未来2-3年仍将继续快速成长；三是长海股份，玻纤制品龙头、质地优秀而PB、PE估值都处于历史最底部，下行风险小，公司在积极推进产品高端化、产业链差异化，竞争力将进一步加强，进入新一轮扩张轨道，将有效抵御宏观经济波动的影响，业绩增长持续性强；四是光伏玻璃行业，行业格局稳定，龙头公司竞争力突出，目前处于周期低点，2019年光伏装机需求回升将驱动行业景气周期上行。

## 风险提示

宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

## 广发建材行业研究小组

- 邹 戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。