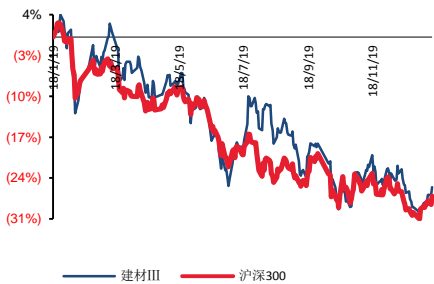


材料 材料 II

建材行业周报：水泥玻璃价格如期回落，产能置换渐成重大威胁

■ 走势对比



■ 子行业评级

建材

中性

■ 推荐公司及评级

相关研究报告：

《上峰水泥：18Q4 华东价格创新高，全年业绩超预期》--2019/01/18

《12月宏观数据点评：房地产继续承压，信用拐点尚未来临》--2019/01/15

《建材行业周报：水泥价格如期回调，金隅冀东整合力度超预期》--2019/01/13

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

水泥：需求环比走弱库存上升，季节性回调延续。受气温降低需求下滑影响，上周华东、湖南、云南等地水泥价格下调 20-50 元/吨左右，季节性回落延续，各地库存均有上升。就短期而言，我们认为尽管需求在节前仍会持续萎缩，但随着各地停窑限产逐渐启动，供需关系将有所缓和，春节前价格预计将小幅下降而非继续大幅回落；而春节后的复工阶段是关键的窗口期，如果水泥行业能够避免节后复工期间大幅无序降价，则能够为 2019 年水泥价格整体走势奠定良好基础；

玻璃：节前促销开始价格如期下滑，冷修加速改善供给。上周全国浮法玻璃需求开始转淡，但由于库存总体处于合理水平，各地仅部分厂家推出降价促销措施，其余厂家仍挺价观望，价格小幅下滑，同时上周 3 条生产线合计 2000t/d 产能进入冷修，进一步缓解了供给压力。我们预计春节前供给和需求都将继续走弱，浮法玻璃价格小幅下降，而春节后房地产是否能够及时复工以及房地产需求将是浮法玻璃价格走势的关键；

玻纤：价格弱势维稳，降价预期仍存，1H19 压力较大。上周玻纤粗纱及电子纱价格总体保持弱势稳定，前期头部企业下调价格后多数厂家对降价持谨慎态度，挺价意愿较强，但供需恶化情况下多数企业库存上升，后市下行压力较大。我们认为行业拐点尚未来临，1H19 随着新增产能的释放，玻纤粗纱及细纱价格将进一步承压，但考虑到行业差异化发展趋势，我们认为行业盈利将进一步分化，头部企业产品价格及盈利受到的影响会相对较小；

深圳交易所就重组事宜向冀东发送非许可类问询函。问询内容主要包括对此次重组交易结构、标的估值、对盈利能力的提升、同业竞争情况以及合规经营情况做出更加详细的补充说明。由于不涉及股份增发，此次重组只需通过冀东股东大会批准即可，问询函不会影响本轮整合，我们仍预计整合将在今年完成。就交易所关心的此次整合是否能够提振公司中长期盈利能力的问题，我们持乐观态度。我们认为此次整合可以从 1) 提高京津冀市场控制力，减少外来水泥流入，2) 提升公司生产经营效率及 3) 降低公司财务成本三个方面提升公司盈利能力；

浙江公布 2019 年停产计划，产能置换渐成供给侧最大挑战：浙江省上周公布了 2019 年错峰生产计划，要求春节期间、年中淡季及四季度分别停产 35、20、10 天，合计 65 天，与 2018 年错峰生产力度基本一致，总体仍将保持严格。考虑到长三角地区 2019 年需求总体仍将保持稳定，

我们认为如果错峰生产能够严格执行，则长三角地区 2019 年水泥价格下行幅度会相对有限。由于错峰生产逐渐常态化，产能置换成为了水泥行业十三五期间供给侧的最大威胁。根据数字水泥统计，产能置换涉及新增产能 5000 万吨/年，而拟淘汰产能中 68%为 2500 吨/日以下无效产能，同时广西、云南、江西是跨省置换重点承接区域。我们认为，由于被淘汰产能多为无效产能，产能置换将显著增加有效供给，同时跨省置换也可能打破部分地区平衡格局从而降低行业整体盈利能力。

投资建议：由于就多数子行业而言，龙头企业将是行业中长期内的受益者，在此轮下行周期中，我们建议投资者坚守各子行业龙头企业，把握迷你周期的参与机会。推荐再升科技、中国巨石、海螺水泥、塔牌集团，同时建议关注东方雨虹、伟星新材、旗滨集团及 H 股的信义玻璃。

内容目录

主要产品及公司股价表现.....	5
水泥：季节性回调延续，华东价格大幅走低.....	7
分地区价格表现.....	7
后市展望.....	11
玻璃：淡季价格如期回调，冷修加速改善供需关系.....	11
需求逐渐转淡，价格如期下滑.....	11
供给面变化.....	12
后市展望.....	13
玻纤：价格弱势盘整，供需恶化下 1H19 压力较大.....	13
粗纱价格稳定，但库存上涨增加下行风险.....	13
电子纱价格低位暂稳，下行风险仍存.....	13
后市展望.....	14
重点公司、行业新闻.....	14
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：主要建材产品及原料价格表现.....	5
图表 2：主要建材公司估值表（“*”为已覆盖公司，其余公司盈利采用万得一致预期）.....	5
图表 3：主要建材公司股价表现.....	6
图表 4：华北地区高标水泥价格.....	7
图表 5：华北地区库存.....	7
图表 6：东北地区高标水泥价格.....	8
图表 7：东北地区库存.....	8
图表 8：华东地区高标水泥价格.....	9
图表 9：华东地区库存.....	9
图表 10：中南地区高标水泥价格.....	9
图表 11：中南地区库存.....	9
图表 12：西南地区高标水泥价格.....	10
图表 13：西南地区库存.....	10
图表 14：西北地区高标水泥价格.....	10
图表 15：西北地区库存.....	10
图表 16：中国浮法玻璃产能及库存.....	11
图表 17：全国 5MM 玻璃平均价格.....	12
图表 18：全国重质纯碱平均价格.....	12
图表 19：重点企业无碱 2400TEX 缠绕直接纱平均出厂价.....	13
图表 20：全国 G75 电子纱主流成交价.....	14
图表 21：分省产能置换涉及产能.....	16
图表 22：产能置换按性质分类.....	16
图表 23：分省产能置换涉及产能.....	16
图表 24：新建产能多为高效产能.....	16

图表 25: 淘汰产能多为僵尸产能.....	16
图表 26: 各企业产能置换.....	16
图表 27: 各企业跨省产能置换.....	17
图表 28: 重点推荐标的盈利预测 (股价截止 2019/1/18)	18

主要产品及公司股价表现

图表 1: 主要建材产品及原料价格表现

	最新价格	绝对价格表现 (%)				
		一周	一月	三月	一年	年初至今
建材产品						
全国 PO42.5 水泥平均价格 (元/吨)	452	(0.9)	(2.4)	4.9	6.0	(2.5)
全国 5mm 玻璃现货平均价格 (元/吨)	1,551	(0.4)	(1.1)	(3.7)	(4.4)	(0.8)
无碱 2400tex 缠绕直接纱全国平均出厂价 (元/吨)	5,017	0.0	(1.3)	(3.8)	(1.0)	(1.3)
G75 电子纱 (元/吨)	10,750	0.0	(8.1)	(18.3)	(24.6)	0.0
原料成本						
秦皇岛 5500K 煤炭价格 (元/吨)	584	0.1	(5.8)	(10.5)	(19.4)	1.6
重质纯碱全国平均价格 (元/吨)	2,280	0.0	3.2	10.1	10.1	(0.3)
全国平均工业用天然气价格 (元/吨)	3.20		1.6	2.2	(1.8)	0.0
石油焦出厂价: 武汉石化 (元/吨)	1,770	0.0	(4.3)	(7.3)	(10.2)	(2.2)
燃料油市场价: 全国平均 (元/吨)	2,967	0.0	0.0	(1.1)	21.9	0.0
SBS 改性沥青价格: 全国平均 (元/吨)	3,980	(0.4)	(5.7)	(17.4)	8.4	(2.0)
布伦特原油价格 (美元/桶)	63	2.5	11.4	(20.9)	(9.5)	16.5
美废#11 价格 (美元/吨)	190	0.0	0.0	(17.4)	(9.5)	0.0
国废黄板纸价格: 广东 (元/吨)	2,150	2.4	4.9	(15.7)	(4.9)	4.9

资料来源: Wind, 数字水泥, 卓创, 玻璃期货网, 太平洋证券研究院

图表 2: 主要建材公司估值表 (“*”为已覆盖公司, 其余公司盈利采用万得一致预期)

股票名称	代码	市值 亿元人民币	PE		PB		ROE(%)	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
水泥								
海螺水泥-A*	600585.SH	1,645	5.5	5.3	1.2	1.1	22.5	19.8
塔牌集团*	002233.SZ	124	6.0	5.5	1.1	0.9	18.3	17.3
冀东水泥	000401.SZ	175	9.1	7.9	1.3	1.2	14.5	14.9
华新水泥*	600801.SH	267	5.0	4.9	1.4	1.1	27.4	23.4
万年青*	000789.SZ	69	5.0	4.7	1.4	1.2	27.8	25.4
上峰水泥	000672.SZ	72	4.7	4.2	1.6	1.2	33.2	28.6
华润水泥-H	1313.HK	439	5.7	5.5	1.2	1.0	20.4	18.7
中国建材-H	3323.HK	423	3.9	3.9	0.7	0.7	18.7	16.9
玻璃								
旗滨集团	601636.SH	108	7.0	6.2	1.2	1.1	17.7	17.8
南玻-A	000012.Sz	121	10.9	9.0	1.1	1.0	10.0	10.8
信义玻璃-H	0868.HK	309	6.8	5.8	1.5	1.3	22.1	23.1
玻纤								
中国巨石*	600176.SH	337	11.3	9.4	2.1	1.8	18.1	18.8
再升科技*	603601.SH	39	13.9	10.1	2.6	2.3	18.8	22.3

长海股份	300196.SZ	37	10.8	9.1	1.3	1.2	11.8	12.7
其他消费建材								
东方雨虹	002271.SZ	227	11.1	8.7	2.2	1.8	19.9	20.5
伟星新材	002372.SZ	215	18.4	15.5	5.0	4.4	27.3	28.0
北新建材	000786.SZ	250	7.9	7.0	1.5	1.3	18.8	18.2
科顺股份	300737.SZ	54	15.7	11.5	2.2	1.9	14.1	16.7
兔宝宝	002043.SZ	42	9.3	7.4	1.7	1.5	18.5	20.5
蒙娜丽莎	002918.SZ	40	9.3	7.7	1.4	1.2	14.9	15.5
三棵树	603737.SH	52	14.8	10.9	2.9	2.4	19.2	21.6
帝欧家居	002798.SZ	50	10.4	7.9	1.9	1.6	18.7	20.6

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 主要建材公司股价表现

股票名称	代码	市值 亿元人民币	绝对表现 (%)						1年内相对表现 (%)	
			1日	1周	1月	3月	1年	年初至今	相对大盘	
水泥										
海螺水泥-A	600585.SH	1,645	1.8	4.7	1.8	(9.2)	(3.3)	6.0	22.5	
塔牌集团	002233.Sz	124	1.9	1.0	2.9	(5.3)	(13.0)	3.3	12.8	
冀东水泥	000401.SZ	175	0.6	(1.7)	1.1	26.1	(10.0)	4.8	15.8	
华新水泥	600801.SH	267	2.4	5.1	4.3	(3.9)	24.0	6.8	49.9	
万年青	000789.SZ	69	2.7	3.6	0.8	(2.9)	(10.2)	3.7	15.6	
上峰水泥	000672.SZ	72	3.4	3.1	3.3	0.6	(23.7)	5.0	2.1	
华润水泥-H	1313.HK	439	0.1	3.1	3.0	(10.8)	29.1	3.3	47.8	
中国建材-H	3323.HK	423	(0.5)	7.8	4.3	(7.9)	(24.3)	8.2	(5.5)	
玻璃										
旗滨集团	601636.SH	108	2.6	2.6	3.9	11.4	(43.1)	5.8	(17.3)	
南玻-A	000012.Sz	121	1.4	1.0	1.4	4.7	(53.4)	5.5	(27.5)	
信义玻璃-H	0868.HK	309	2.5	3.7	7.2	1.1	(19.0)	3.5	(0.2)	
玻纤										
中国巨石	600176.SH	337	1.3	0.7	(7.0)	3.9	(43.2)	(0.4)	(17.4)	
再升科技	603601.SH	39	(2.4)	(7.1)	(4.7)	19.8	(44.4)	(5.0)	(18.6)	
长海股份	300196.SZ	37	1.4	1.5	(1.9)	13.3	(35.5)	(2.5)	(9.7)	
其他消费建材										
东方雨虹	002271.SZ	227	2.0	10.9	3.9	30.0	(62.4)	17.5	(36.6)	
伟星新材	002372.SZ	215	3.9	5.9	11.0	23.1	(25.0)	5.7	0.9	
北新建材	000786.SZ	250	2.2	2.2	(3.4)	5.0	(39.3)	7.3	(13.4)	
科顺股份	300737.SZ	54	0.2	(3.3)	(0.8)	3.9	na	na	na	
兔宝宝	002043.SZ	42	0.6	(0.9)	0.2	(2.0)	(54.1)	3.9	(28.3)	
蒙娜丽莎	002918.SZ	40	1.1	(1.7)	0.9	7.1	(68.5)	2.3	(42.6)	
三棵树	603737.SH	52	2.2	1.8	0.9	10.9	(45.6)	6.7	(19.7)	
帝欧家居	002798.SZ	50	0.2	(0.3)	(4.8)	(8.2)	(71.5)	(3.2)	(45.7)	

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

水泥：季节性回调延续，华东价格大幅走低

上周全国水泥市场价格环比跌幅为 1.6%。价格回落地区主要是上海、浙江、江苏、江西、湖北和云南等地，幅度 20-50 元/吨。1 月中旬，全国水泥市场需求环比继续减弱，库存上升明显，高位地区水泥价格延续下行态势。

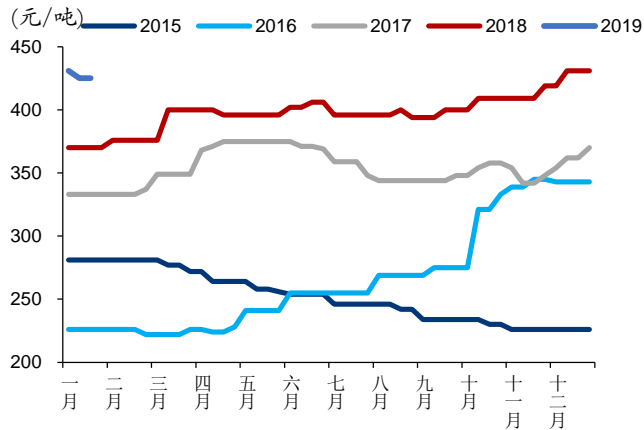
分地区价格表现

华北地区：唐山熟料降价，水泥价格总体平稳。

【**京津唐地区**】部分工程仍在赶工，水泥需求相对稳定，企业出货 5 成左右。唐山地区污染预警天气结束，超过 50% 以上熟料生产线都有协同处置手续，因此仅有 7 条生产线在执行错峰生产，熟料供应充足，价格下跌至 330-360 元/吨。

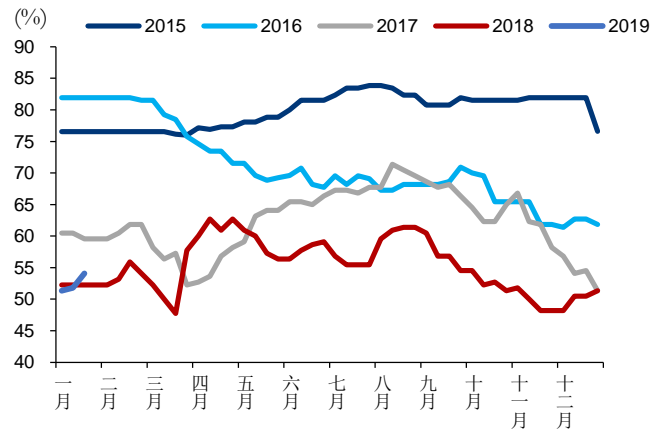
【**河北石家庄、邯郸和邢台**】大气污染预警解除，企业发货 5-6 成，库存维持正常水平，价格稳定。

图表 4：华北地区高标水泥价格



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

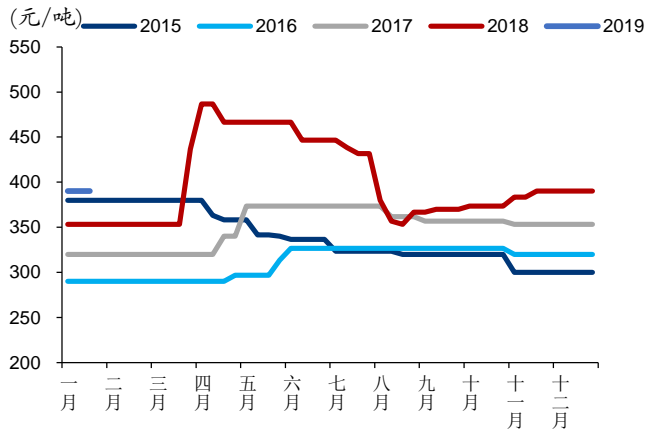
图表 5：华北地区库存



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

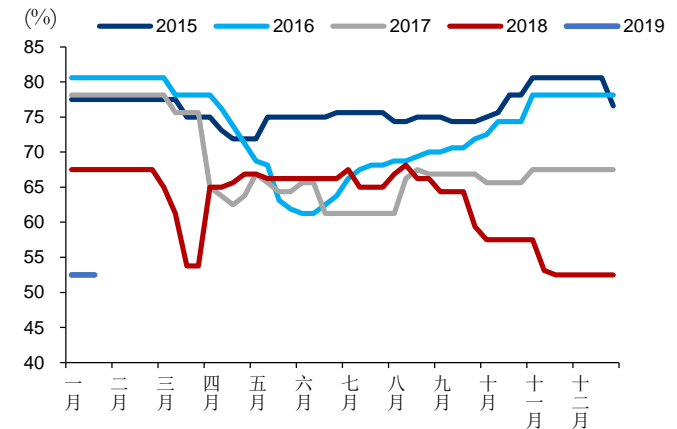
东北地区：进入淡季，市场已几乎没有成交。

图表 6: 东北地区高标水泥价格



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 7: 东北地区库存



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

华东地区: 水泥价格继续高位大幅下调。

【上海】水泥价格再次下调 50 元/吨。下游需求环比减少, 企业发货 8 成左右, 库存上升至 60%, 销售压力增加, 且外来水泥价格较低, 为提升自身竞争力, 企业大幅下调价格。

【江苏】苏锡常和南京地区水泥价格下调 20-30 元/吨, 下游需求偏弱, 企业发货在 6-8 成, 库存升至 60% 左右。苏北盐城、淮安、泰州、扬州和南通等地区水泥价格下调 20-40 元/吨, 企业发货在 7 成左右, 库存随之上升至 60% 上下, 熟料价格大幅下调, 粉磨企业生产成本减少, 价格下调意愿较强。

【浙江】杭嘉湖地区水泥价格第二轮下调, 幅度 20-30 元/吨, 下游需求继续减少, 企业发货在 7 成左右, 库存增加至 50%-80%。其余地区价格基本稳定, 但受需求下降影响, 出货明显减少, 库存有所上升。据了解, 浙江水泥企业一季度停产 35 天, 目前 4-5 条生产线已经执行停产, 预计 2 月初将开始大规模自律停产。

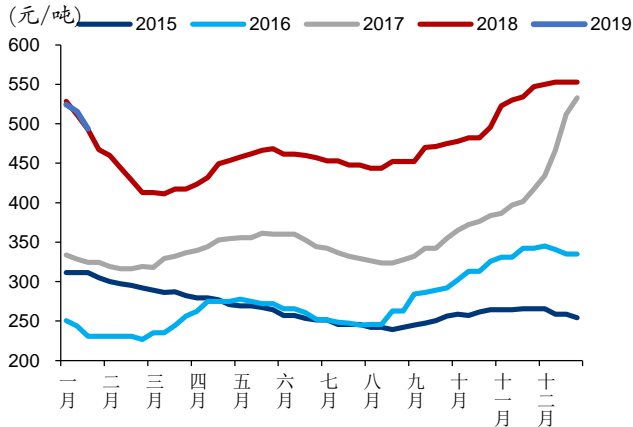
【安徽】上周皖北区域亳州、宿州、淮北大厂水泥价格跟随其他地市补降 30 元/吨, 其余地区价格稳定。

【江西】南昌和九江地区水泥价格第二轮下调 30-40 元/吨, 下游需求减弱, 企业发货 7-8 成, 库存在 70%-80%。赣东北地区水泥价格下调 30 元/吨, 阴雨天气较多, 下游需求受到影响, 企业发货在 7 成上下, 部分价格较高企业为增加发货量, 率先降价, 其他企业陆续跟调。

【福建】福建地区需求总体平稳, 企业发货 7-8 成, 但由于库存较高且外围价格出现大幅下滑, 预计后期当地企业也会跟降。

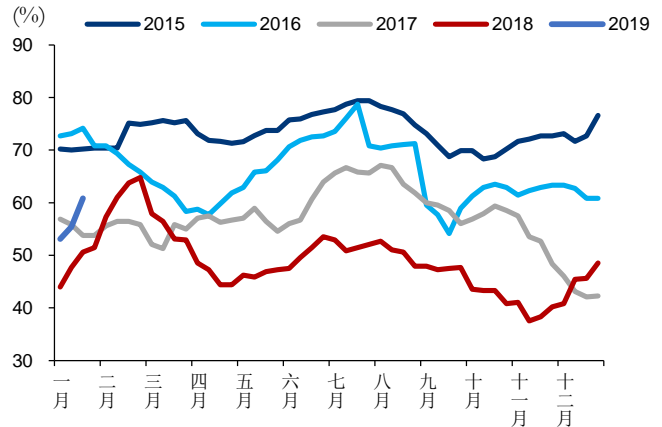
【山东】枣庄地区水泥价格下调 10-30 元/吨, 受大气污染治理影响, 部分工程和搅拌站开工受限, 水泥需求疲软, 加上外围江苏水泥价格大幅下调, 带动本地价格走低。

图表 8: 华东地区高标水泥价格



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 9: 华东地区库存



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

中南地区: 珠三角价格稳定, 其余地区出现下调。

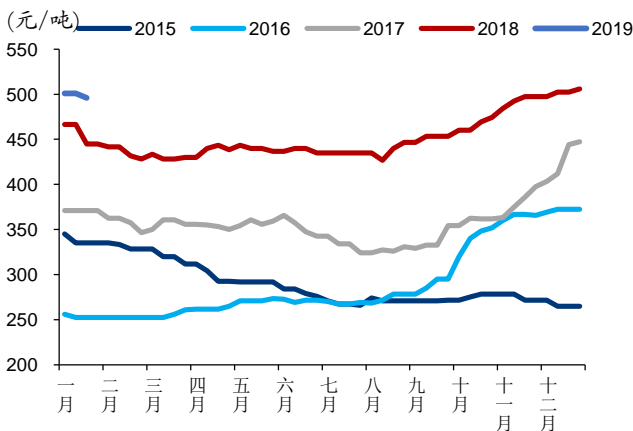
【湖南】常德和益阳等地区水泥价格下调 20 元/吨, 雨水天气较多, 下游需求环比下滑 10%-20%, 且外来低价水泥不断进入, 企业发货仅在 6 成左右, 库存继续增加。长株潭地区价格稳定, 但随着需求下滑库存增加, 预计后期也将弱势运行。

【湖北】武汉及鄂东地区水泥价格第二轮下调 30 元/吨, 下游需求继续减弱, 企业发货环比下滑 10%左右, 目前在 7-8 成, 库存呈上升态势, 多集中在 50%-70%。

【广东】广东珠三角地区水泥价格以稳为主, 下游需求比较稳定, 企业发货在 9 成左右, 1-2 月份, 水泥企业停窑限产 10 天, 库存维持在正常水平。

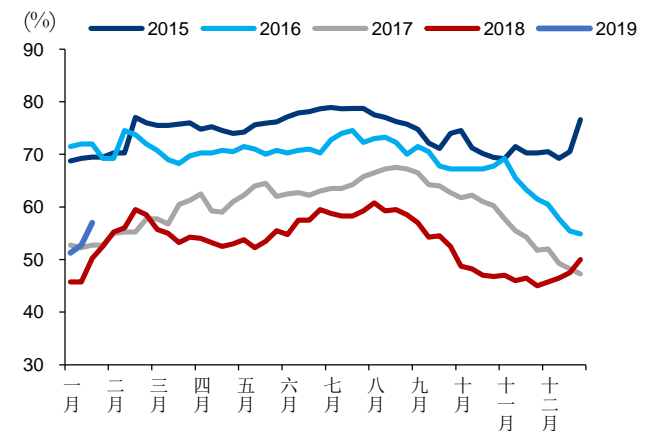
【广西】柳州地区水泥价格下调 20 元/吨, 受降雨天气影响, 下游需求偏弱, 企业发货在 8-9 成, 库存在 60%左右。南宁及周边地区水泥价格稳定, 企业发货仍在 8-9 成, 库存小幅增加至 50%左右。

图表 10: 中南地区高标水泥价格



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 11: 中南地区库存



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

西南地区：重庆贵州价格下调

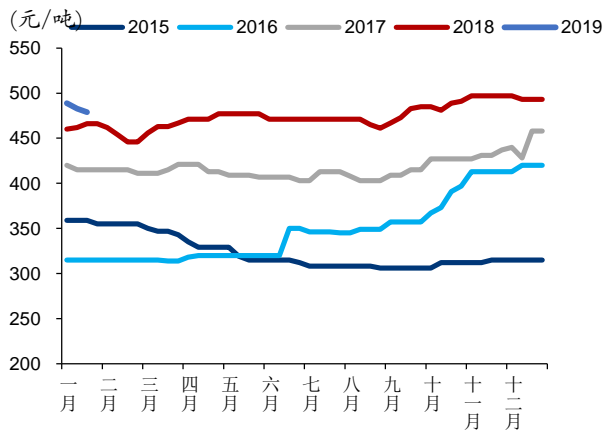
【四川】成都水泥价格平稳，临近年底，重点工程正在赶工，企业发货维持在8成，部分企业可以达到正常水平，库存多在50%左右。广元、达州和巴中等地水泥价格下调30-50元/吨。

【重庆】水泥价格平稳，下游需求表现一般，企业发货在7-8成，库存在50%-70%左右。

【贵州】贵阳地区水泥价格平稳，但企业发货仅4-5成，库存在80%以上。遵义地区价格平稳，企业发货5-6成，为防止库存增加，企业计划停窑限产10-25天。

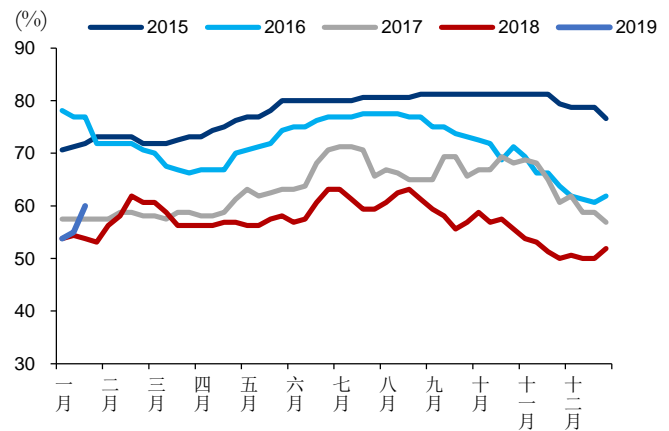
【云南】昆明地区水泥价格下调20-30元/吨，天气放晴后，下游需求回升，但企业生产线均恢复正常生产，供给增加，因此多数企业降价促销。

图表 12：西南地区高标水泥价格



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

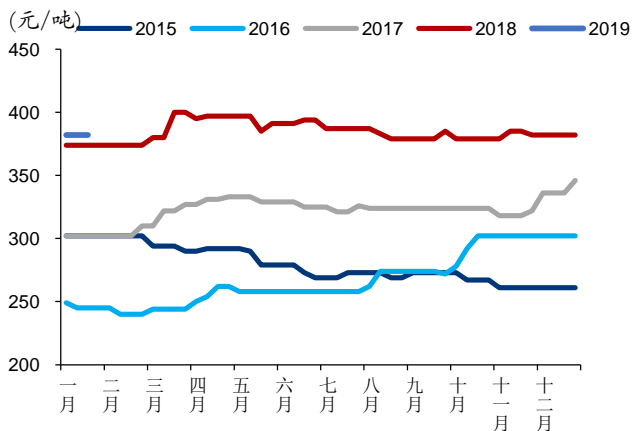
图表 13：西南地区库存



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

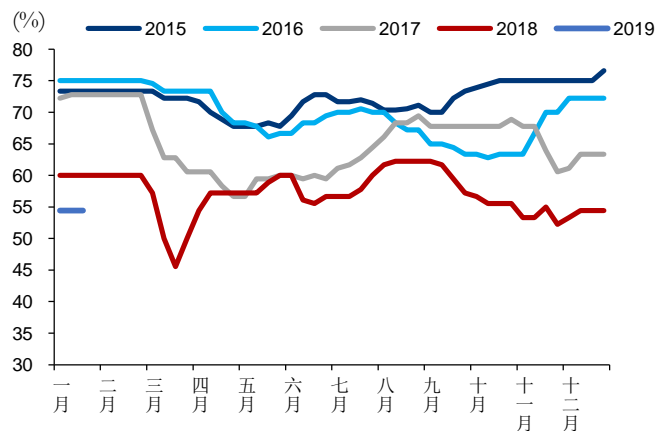
西北地区：市场逐渐进入淡季，企业无调价动力。

图表 14：西北地区高标水泥价格



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 15：西北地区库存



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

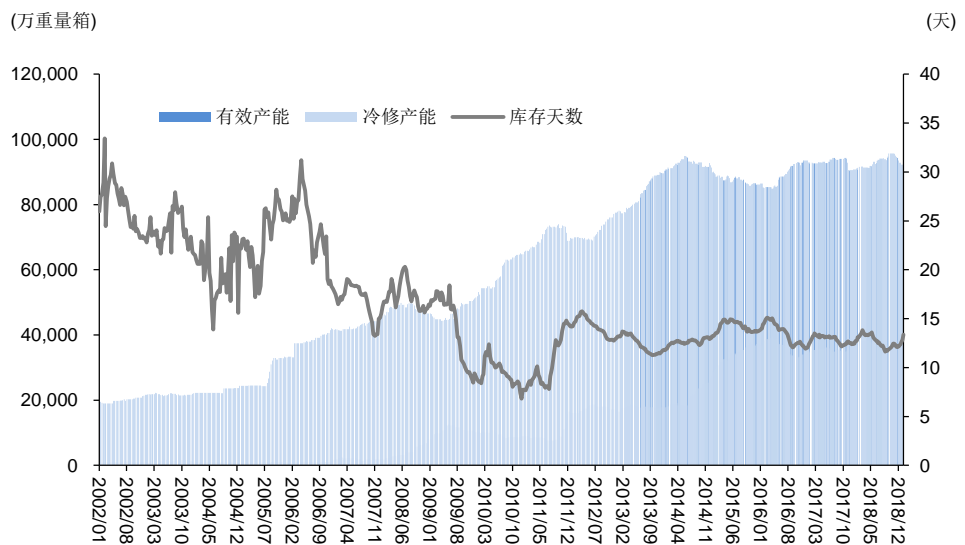
后市展望

此轮季节性降价复合我们预期。我们认为短期内尽管需求因为春节因素会继续下滑，但由于企业逐渐开始自律限产，供需关系将有所改善，价格预计将小幅滑落。而展望 2019 年，我们认为春节后的复工阶段是关键的窗口期，如能水泥行业能够避免春节复工后大幅无序降价，则将为 2019 年的水泥价格走势奠定良好基础。

玻璃：淡季价格如期回调，冷修加速改善供需关系

截止 1 月 11 日，浮法玻璃产能利用率 68.68%，环比上周下降 0.91%，同比下降 1.62%，在产产能 91050 万重量箱，环比上周减少 1200 万重量箱，同比增加 6 万重量箱；行业库存 3337 万重量箱，环比增加 89 万重量箱，同比增加 164 万重量箱；库存天数 13.38 天，环比增加 0.53 天，同比增加 0.66 天。

图表 16：中国浮法玻璃产能及库存



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

需求逐渐转淡，价格如期下滑

上周末全国白玻均价 1591 元/吨，环比下降 8 元，同比下降 70 元/吨。华北地区需求及价格如期下滑，但由于 10 月以来的清库存，目前库存总体处于合理状态。华东地区出库有所减缓，但是由于多数企业资金压力不大，价格下滑幅度较小，仅部分企业出台优惠促销政策。华中市场出货减缓，但库存仍处于中低位，部分厂家下调价格，其余企业挺价观望。华南企业发货情况好于其余地区，多数厂家没有促销计划，继续挺价运行。西南市场厂家挺价意愿强烈，价格总体保持稳定。西北市场弱势整理，部分企业小幅下调价格，销售压力环比有所增加。

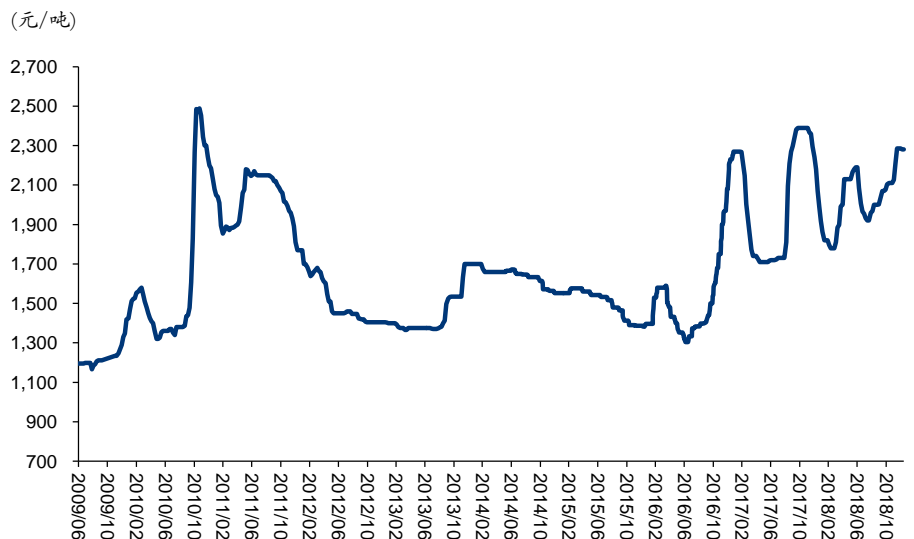
图表 17: 全国 5mm 玻璃平均价格



资料来源: 玻璃期货网, 太平洋证券研究院

成本方面, 由于库存上涨, 成交价格继续下滑。受“买涨不买跌”心态影响, 浮法玻璃厂家拿货积极性不高, 压价力度不减, 部分浮法玻璃厂家本月重碱到厂价格下调 100-150 元/吨, 目前沙河地区重碱主流送到终端价格在 2100-2150 元/吨。

图表 18: 全国重质纯碱平均价格



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

供给面变化

上周漳州旗滨二线 600t/d 生产线, 荆州亿钧玻璃 900t/d 二线及广州富明玻璃 500t/d

生产线放水冷修。

后市展望

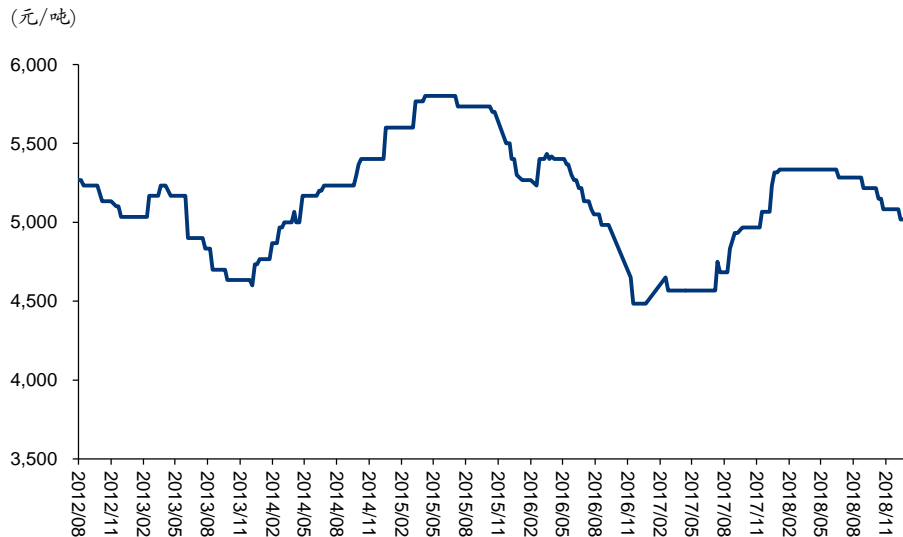
上周玻璃企业降价促销趋势符合我们预期。短期内，我们认为由于库存处于合理水平，且冷修生产线增多，多数企业不会继续大力促销，节前价格预计继续小幅回落，而节后地产市场能否如期启动以及竣工量将决定节后价格的走势。展望 2019 年，我们认为玻璃行业大概率将呈现供需双弱局面。

玻纤：价格弱势盘整，供需恶化下 1H19 压力较大

粗纱价格稳定，但库存上涨增加下行风险

上周无碱玻纤纱市场基本稳定，主流池窑企业价格未发生变化。前期头部企业下调价格后，多数企业对调价较为谨慎，挺价意愿较强。但在供需格局恶化背景下，多数厂家库存有一定上涨，加之新增产能投产，后期价格下调风险继续增大。目前 2400tex 缠绕直接纱价格 4700-4900 元/吨。

图表 19: 重点企业无碱 2400tex 缠绕直接纱平均出厂价



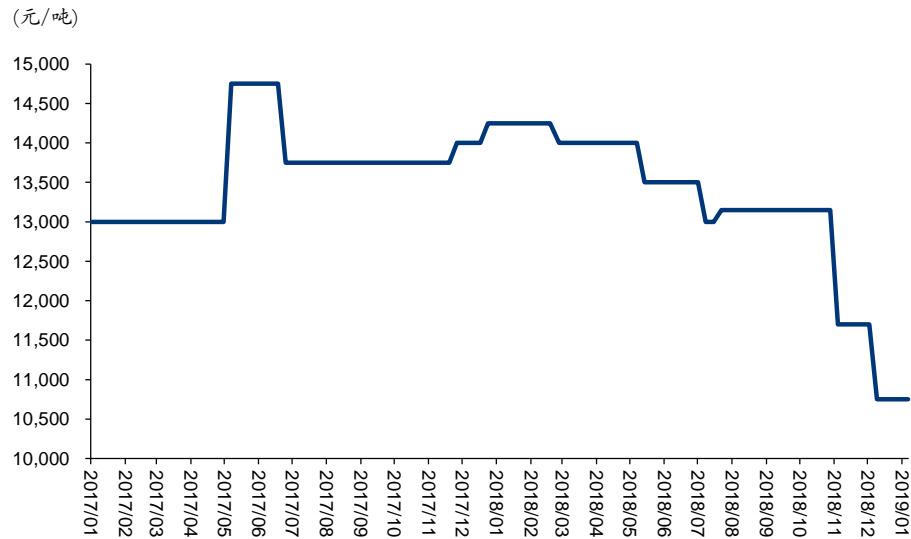
资料来源：卓创，太平洋证券研究院

电子纱价格低位暂稳，下行风险仍存

前期电子纱价格下调后，上周国内电子纱价格总体保持稳定，目前 G75 电子纱主流报价

10500-11000 元/吨不等，大客户略低。前期下游电子布价格偏低运行，导致电子纱主流成交价格坚挺难度加大，中国巨石 6 万吨线投产预计后期将对市场造成一定压力。

图表 20: 全国 G75 电子纱主流成交价



资料来源: 卓创, 太平洋证券研究院

后市展望

由于 2019 年上半年粗纱及电子纱新增产能将完全释放，我们认为 2019 年上半年粗纱及电子纱价格下行压力较大，但我们同时认为由于行业已进入差异化发展时代，2019 年的周期性将显著弱于 09、12 年，我们判断由于技术壁垒的存在，不同企业产品差异显著，因此供需关系更多的是结构性压力，龙头企业增速放缓可期但是后期存在估值修复的机会；

重点公司、行业新闻

2018 年 12 月金融数据公布：统计局 1 月 15 日公布部分 12 月中国经济宏观数据。12 月 M1 同比增速 1.5%，环比持平，M2 同比增速 8.1%，环比回升 0.1 个百分点，两项数据基本符合市场预期；新增贷款 10800 亿元；同比增长 13.5%，超市场预期；社会融资规模（新口径）1.59 万亿元，同比增长 9.8%。

点评：12 月金融数据总体体现了在稳增长基调确定后金融市场逐渐企稳，但 M1 的疲软增速以及居民中长期新增贷款的下滑体现了此轮房地产严格调控政策下居民购买住房意愿的下降。同时，12 月社融增长主要依靠票据贴现业务，企业短期及中长期贷款没有明显起色，体现了目前信用仍然没有回到扩张通道，而 2018 年地方政府专项债券发行规模 1.79 万亿，同比下降 10.3%，体现了去杠杆背景下地方政府发债仍受到一定限制。因此我们认为 2019 年房地产开工及销售下行压力较大，而基建方面尽管复苏态势确定，

但总体复苏力度或将有限，同时各个子板块也将出现分化而不是呈现类似于 2009 年的全面增长，水泥需求在 2019 年面临的下行压力较大。

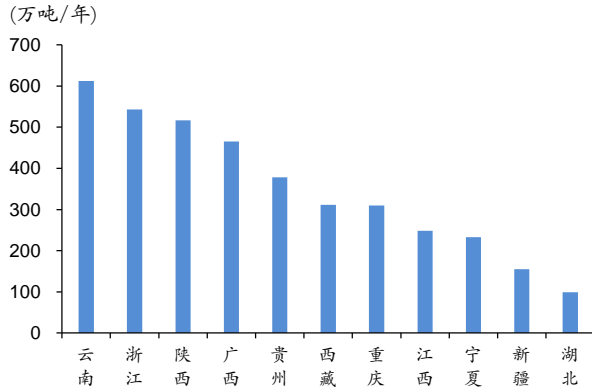
交易所向冀东水泥发送非许可类问询函：深圳交易所 1 月 16 日就金隅集团与冀东水泥此轮整合向冀东水泥发出非许可类问询函，主要问询内容包括交易结构及估值合理性说明，要求披露更加详细的经营数据以及合规性数据。

点评：由于此次重组不涉及股份发行且交易所发送的为非许可类问询函，因此此轮整合不会因此而受到影响，只需要冀东水泥股东大会通过即可，而我们仍然预计此轮整合将在 2019 年完成。针对交易所关于此轮资产重组是否能提升公司盈利能力的疑问，我们持积极态度：1) 重组后公司京津冀市场份额迅速提升至 50%，市场控制力提升，同时也可以减少山西的外来水泥流入，从而更好的保护并提升京津冀核心市场利润；2) 冀东过往经营效率低于金隅，整合后凭借金隅更加有效的管理及客户共享、集中采购，生产成本及管理销售费用有望继续降低；3) 注入金隅优质水泥资产后，公司负债率预计降低，财务成本预计将下降，从而提振盈利能力。

数字水泥发布产能置换统计分析：根据数字水泥统计，2018 年地方政府部门公告产能置换项目置换项目 29 个，涉及新建产能 3870 万吨，产能转出 3796 万吨。如果加上之前缺少手续，经过置换合法化的拟建在建产能合计约 5000 万吨。分省而言，南部省份居多，产能占全部的 77%，涉及产能近 3000 万吨。云南是产能置换最积极的省份，共 6 个项目，涉及产能 612 万吨。其次是浙江和陕西，涉及产能超过 500 万吨。同省置换占 57%，达 2,221 万吨，跨省置换 43%，达 1650 万吨。广西、云南、西藏为主要跨省承接产能的省份。同省置换占 57%，达 2,221 万吨，跨省置换 43%，达 1650 万吨。广西、云南、西藏为主要跨省承接产能的省份就产能而言，置换的规模以日产 4000 吨或以上为主，占全部的 76%，其中日产 7500t/d 生产线以上的有 3 条，749 万吨，3200t/d 以下的线主要位于西藏、云南两省。而转出产能的单线规模来看，日产 2000 吨以下的占 45%，是主要置换主体。从集团企业来看，位居置换规模前 2 位的企业，全部为同企业同省的置换项目，中国建材技术改造升级迫切，有 6 个项目，923 万吨占全部 24% 位居第一，其次是尧柏水泥 413 万吨，占全部 11%。位居跨省置换的前两位企业分别是合山虎鹰和红狮水泥，产能规模分别是 310 万吨和 248 万吨。

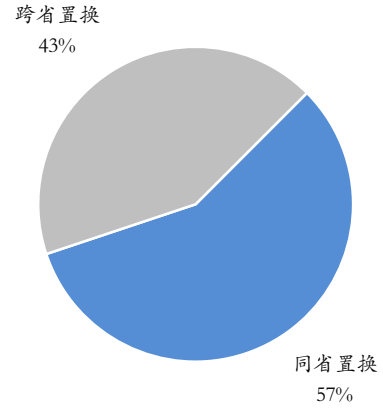
点评：我们认为由于工信部指定产能置换规则时没有考虑淘汰产能利用率及跨省置换问题，拟转出产能多为规模较小的僵尸产能，因此产能置换将大幅增加水泥行业有效产能，从而增大供给压力。同时，由于跨省置换，部分水泥企业进入供需格局相对较好的广西、江西等地，我们预计当地市场的平衡也可能被打破。

图表 21: 分省产能置换涉及产能



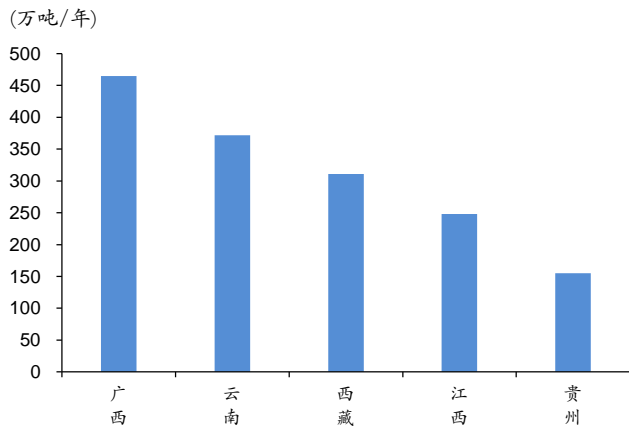
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 22: 产能置换按性质分类



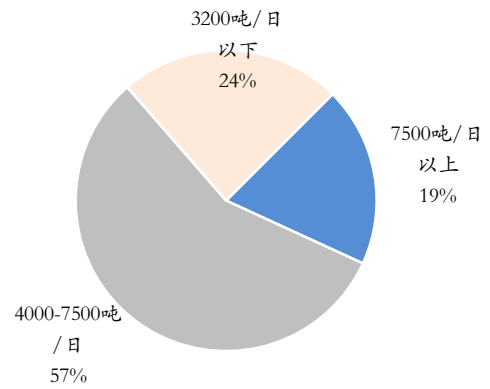
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 23: 分省产能置换涉及产能



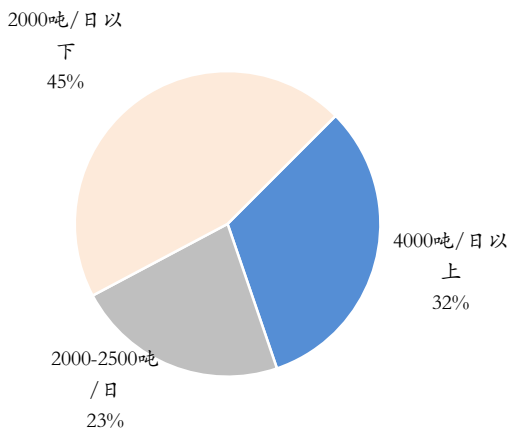
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 24: 新建产能多为高效产能

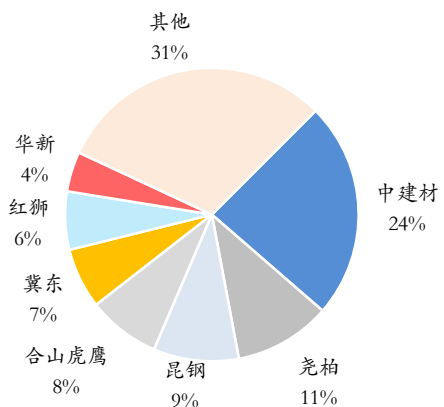


资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 25: 淘汰产能多为僵尸产能



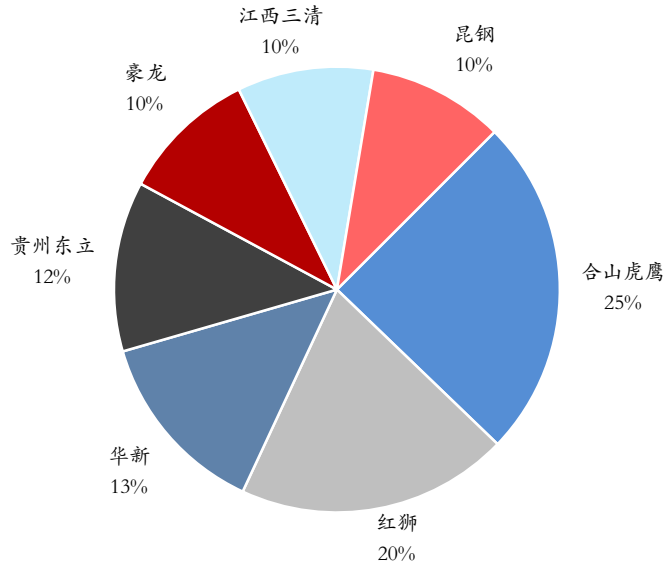
图表 26: 各企业产能置换



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 27: 各企业跨省产能置换



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

浙江公布 2019 年停窑计划：浙江省水泥协会文件关于印发《2019 年浙江省水泥行业错峰生产实施方案》中提出，为积极落实大气污染防治工作、缓解浙江省水泥产能过剩矛盾、促进行业节能减排、提质增效，要求 2019 年浙江省境内涉及熟料生产的 36 家企业,50 条生产线，都须分春节、高温梅雨、四季度三个阶段参与执行错峰停窑。具体要求如下：2018 年运行的生产线，每条年错峰停窑时间 65 天，分为三个时段，即：春节、高温梅雨、四季度。其中：春节期间(1.10~3.15)停窑 35 天，梅雨高温季节(6.1~8.31)停窑 20 天，四季度(10.1~12.31)停窑 10 天。在这三个时段内，县级以上政府、环保等行业主管部门强制要求的停产或限产形成的停窑天数(依据正式文件和实际执行停窑核查记录)均可纳入相对应时段的停窑天数内。其它时段的停窑由企业根据水泥市场、企业生产经营、设备维修等情况申报停窑计划，停窑计划须提前 10 天以书面形式报自律领导小组办公室，以便安排人员督查。无报告的停窑，不计入 65 天停窑时间内。

点评：浙江 2018 年停窑计划为：春节期间 35 天，年中淡季 20 天（后改为 10 天），四季度为完成降低能耗指标停产 15-20 天左右，而 2019 年计划与 2018 年的停窑错峰生产力度基本一致。我们预计长三角地区 2019 年需求仍将保持基本稳定，如果供给侧错峰生产能够严格执行，则 2019 年长三角地区水泥价格下行幅度会相对有限。

图表 28: 重点推荐标的盈利预测 (股价截止 2019/1/18)

	股价	EPS				市盈率				评级
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
中国巨石*	9.63	0.74	0.78	0.96	1.14	13.0x	12.3x	10.0x	8.4x	买入
再升科技*	7.25	0.29	0.34	0.54	0.73	25.0x	21.3x	13.4x	9.9x	买入
海螺水泥*	31.05	2.99	5.59	5.66	5.85	10.4x	5.6x	5.5x	5.3x	买入
塔牌集团*	10.39	0.76	1.53	1.72	1.90	13.7x	6.8x	6.0x	5.5x	买入

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

风险提示

- 固定资产投资低于预期;
- 环保督查边际放松, 供给收缩力度低于预期;
- 原材料价格大幅上涨带来成本压力;

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。