

材料 材料 II

建材行业周报：与欧美类似整合开始，骨料行业中长期向好

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

相关研究报告：

《中国巨石年报点评：贸易战影响 Q4 下滑，差异化护航拐点将至》
--2019/03/21

《建材行业周报：北强南弱，昙花一现还是细水长流？》
--2019/03/17

《2月数据点评：地产投资超预期，板块上行有望延续》--2019/03/15

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

骨料行业中期趋势向好，中期内有望成为水泥企业新的利润增长点。我们研究了欧美发达国家骨料行业，并认为欧洲在骨料需求达到平台期后，尽管集中度相比水泥仍然很低，但行业通过矿山关停、小企业淘汰以及加大企业加大并购扩张力度使得骨料价格和利润稳定增长，而大企业也实现以水泥业务为核心，全产业链全球化的布局。我们认为我国骨料行业也进入了需求平台期，随着环保收严及大企业的逐步布局，与欧洲类似的整合过程已经开始，中长期内骨料业务也将成为水泥企业重要的收入利润来源；

水泥：需求迅速恢复，局部地区价格回升。上周天气好转，下游需求明显回升，南方地区企业出货量普遍恢复到8-9成，个别企业甚至能够达到产销平衡，多数地区库存压力得到有效缓解，长三角及华中局部地区价格回升20-30元/吨。短期而言我们认为随着需求恢复、库存下降水泥价格将迎来回涨，而展望2019年，低线城市的地产开工销售与基建的融资将决定水泥需求的边际变化，从而决定水泥价格的总体走势，其中华北地是我们最看好的地区；

玻璃：需求低于预期，价格继续下滑。上周全国白玻均价环比下滑11元/吨，需求恢复持续低于预期，因此玻璃现货市场弱势盘整的时间也在增加，自中甸以来各个区域玻璃企业总体策略均为增加出库及回笼资金，价格政策灵活，特别是华北受环保监管影响出货收到影响，库存持续上升。我们认为短期内虽然需求将有所恢复，但由于部分产线下旬预计复产供给预计增加，我们认为市场价格仍有下滑压力，而展望2019年，玻璃行业仍将呈现供需双弱的局面；

玻纤：粗纱价格弱势稳定，电子纱价格低位维稳。上周天气好转，玻纤需求有所起色，但库存压力仍存，电子纱价格下调后低位维稳。我们认为由于宏观经济逐渐企稳，贸易战有缓和迹象且新增产能逐渐消化，玻纤行业将在19Q1见底，拐点正逐渐来临，而差异化产品占比高的头部企业复苏力度将大于行业平均。同时，我们认为下游风电叶片在经历了2017和2018H1的调整后，受益于相关政策有望于2019年迎来抢装机量的小爆发。

投资建议。推荐京津冀基建加速核心受益标的冀东水泥，及量质双升拐点来临、行业格局向好的东方雨虹，同时建议关注长江经济带相关企业海螺水泥、华新水泥及行业拐点在即的玻纤龙头中国巨石。

目录

主要产品及公司股价表现	4
周观点：骨料中期趋势向好，有望成为利润增长点.....	6
骨料行业空间大，欧美企业已经完成相关布局.....	6
需求平台期淘汰与整合是常态，大企业往往通过并购进行扩张.....	8
我国骨料行业与欧美类似的整合已经开始，高利润预计可以维持	11
一周路演反馈	14
水泥行业	14
其他消费建材	14
水泥：需求恢复延续，局部价格回调	14
分地区价格表现	14
后市展望	18
玻璃：需求启动缓慢，厂家价格政策灵活.....	19
需求不及预期，价格继续下降.....	19
供给面变化	21
后市展望	21
玻纤：价格下行后低位维稳	21
需求恢复尚不明显，下行压力仍存.....	21
电子纱价格下行后低位维稳.....	22
后市展望	22
重点公司、行业新闻	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 主要建材产品及原料价格表现.....	4
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)	4
图表 3: 主要建材公司股价表现.....	5
图表 4: 骨料在水泥产业链中属于附加值较高的产品	6
图表 5: 欧洲市场年度骨料产量.....	7
图表 6: 拉豪水泥收入划分.....	7
图表 7: 拉豪水泥 EBITDA 划分.....	7
图表 8: 海德堡收入划分.....	8
图表 9: 海德堡 EBITDA 划分.....	8
图表 10: 欧洲骨料市场结构.....	8
图表 11: 美国骨料市场结构.....	8
图表 12: 海德堡北美市场 EBITDA 利润率对比	9
图表 13: 海德堡亚洲市场 EBITDA 利润率对比	9
图表 14: 拉法基、拉豪欧洲骨料业务 EBITDA 利润率.....	9
图表 15: 拉法基、拉豪北美骨料业务 EBITDA 利润率.....	9
图表 16: 豪瑞水泥骨料发展历程.....	10
图表 17: 海德堡骨料业务发展历程.....	10
图表 18: 我国骨料需求已经进入平台期.....	11
图表 19: 拉法基欧洲骨料售价在 2007-2012 小厂淘汰时迅速提升.....	12
图表 20: 拉法基、拉豪欧洲骨料业务 EBITDA 利润率.....	12
图表 21: 拉法基、拉豪北美骨料业务 EBITDA 利润率.....	12
图表 22: 海螺骨料产能规划.....	13
图表 23: 华新骨料产能规划.....	13
图表 24: 华北地区高标水泥价格.....	15
图表 25: 华北地区库存.....	15
图表 26: 东北地区高标水泥价格.....	15
图表 27: 东北地区库存.....	15
图表 28: 华东地区高标水泥价格.....	16
图表 29: 华东地区库存.....	16
图表 30: 中南地区高标水泥价格.....	17
图表 31: 中南地区库存.....	17
图表 32: 西南地区高标水泥价格.....	18
图表 33: 西南地区库存.....	18
图表 34: 西北地区高标水泥价格.....	18
图表 35: 西北地区库存.....	18
图表 36: 中国浮法玻璃产能及库存.....	19
图表 37: 全国 5MM 玻璃平均价格.....	20
图表 38: 全国重质纯碱平均价格.....	20
图表 39: 重点企业无碱 2400TEX 缠绕直接纱平均出厂价.....	21
图表 40: 全国 G75 电子纱主流成交价.....	22

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)	422	0.3	(3.0)	(9.1)	5.0	(9.1)
全国 5mm 玻璃现货平均价格 (元/吨)	1,515	(0.6)	(1.5)	(3.3)	(8.2)	(3.2)
无碱 2400tex 缠绕直接纱全国平均出厂价 (元/吨)	4,883	0.0	(1.3)	(3.9)	(8.4)	(3.9)
G75 电子纱 (元/吨)	8,000	0.0	(11.1)	(31.6)	(42.9)	(25.6)
原料成本						
秦皇岛 5500K 煤炭价格 (元/吨)	628	(1.0)	6.3	5.0	(1.9)	9.2
重质纯碱全国平均价格 (元/吨)	1,934	(2.2)	(6.7)	(15.4)	8.7	(15.4)
全国平均工业用天然气价格 (元/吨)	3.21		0.3	2.6	(1.8)	0.3
石油焦出厂价: 武汉石化 (元/吨)	1,490	0.0	(14.4)	(19.5)	(28.4)	(17.7)
燃料油市场价: 全国平均 (元/吨)	2,967	0.0	0.0	0.0	19.5	0.0
SBS 改性沥青价格: 全国平均 (元/吨)	4,436	0.4	2.5	7.4	20.8	9.2
布伦特原油价格 (美元/桶)	67	(0.2)	(0.1)	24.5	(2.7)	24.6
美废#11 价格 (美元/吨)	170	0.0	0.0	(10.5)	(5.6)	(10.5)
国废黄板纸价格: 广东 (元/吨)	2,150	0.0	0.0	4.9	(16.3)	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	1,979	6.6	6.4	1.5	1.3	22.5	19.8
塔牌集团*	002233.SZ	147	7.2	6.5	1.3	1.1	18.3	17.3
冀东水泥*	000401.SZ	235	8.6	8.1	1.7	1.4	19.5	17.6
华新水泥*	600801.SH	321	6.0	5.9	1.7	1.4	27.4	23.4
万年青*	000789.SZ	88	6.3	5.9	1.8	1.5	27.8	25.4
上峰水泥*	000672.SZ	89	5.6	5.2	2.0	1.6	36.7	30.1
华润水泥-H	1313.HK	485	6.7	6.4	1.3	1.2	19.9	18.5
中国建材-H	3323.HK	459	4.2	4.0	0.8	0.7	19.5	18.1
玻璃								
旗滨集团	601636.SH	122	8.2	7.3	1.4	1.3	17.6	18.1
南玻-A	000012.Sz	164	na	na	na	na	na	na
信义玻璃-H	0868.HK	309	7.5	6.3	1.7	1.5	22.2	23.4
玻纤								
中国巨石*	600176.SH	380	12.8	10.6	2.3	2.0	18.1	18.8
再升科技*	603601.SH	48	17.1	12.5	3.2	2.8	18.8	22.3

长海股份*	300196.SZ	45	13.1	10.7	1.6	1.4	11.9	13.1
其他消费建材								
东方雨虹	002271.SZ	328	16.3	12.9	3.2	2.6	19.9	20.3
伟星新材	002372.SZ	243	21.1	17.9	5.8	5.0	27.3	27.9
北新建材	000786.SZ	332	11.5	10.2	2.0	1.7	17.3	16.8
科顺股份	300737.SZ	64	20.4	15.3	2.4	2.1	11.8	13.8
兔宝宝	002043.SZ	50	11.6	9.3	2.2	1.9	18.5	20.5
蒙娜丽莎	002918.SZ	50	11.6	9.6	1.7	1.5	14.6	15.1
三棵树	603737.SH	81	23.6	17.2	4.5	3.7	19.1	21.6
帝欧家居	002798.SZ	85	17.4	13.3	3.2	2.7	18.3	20.2

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

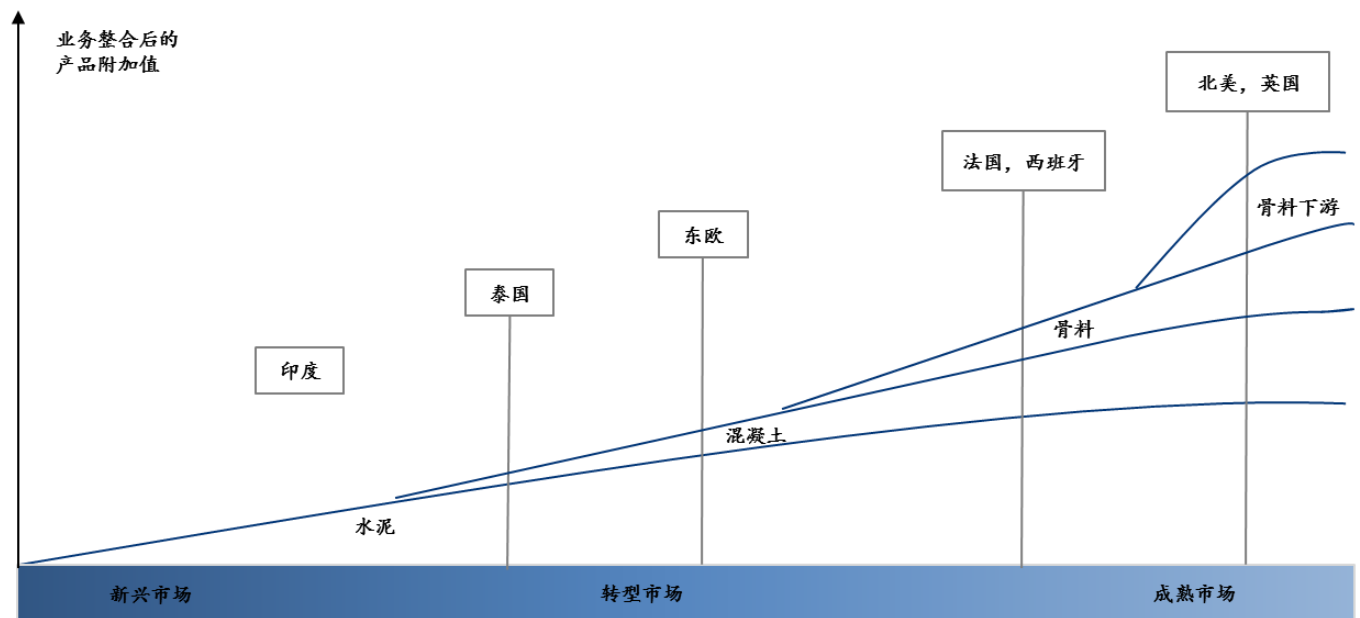
股票名称	代码	市值 亿元人民币	绝对表现 (%)						1年内相对表现 (%)	
			1日	1周	1月	3月	1年	年初至今	相对大盘	
水泥										
海螺水泥-A	600585.SH	1,979	(1.9)	1.7	6.6	26.2	15.1	27.6	19.8	
塔牌集团	002233.Sz	147	1.3	1.6	3.9	21.9	9.9	22.8	14.5	
冀东水泥	000401.SZ	235	1.5	1.2	26.7	37.8	23.6	41.1	28.3	
华新水泥	600801.SH	321	(1.3)	3.0	16.3	25.5	41.6	28.2	46.3	
万年青	000789.SZ	88	1.6	1.8	21.1	29.9	20.6	32.0	25.2	
上峰水泥	000672.SZ	89	(2.1)	1.3	19.1	30.6	(14.4)	30.0	(9.8)	
华润水泥-H	1313.HK	485	3.6	3.0	(4.6)	16.5	19.6	15.0	26.9	
中国建材-H	3323.HK	459	1.4	0.8	(1.6)	21.2	(19.8)	18.5	(12.5)	
玻璃										
旗滨集团	601636.SH	122	(0.2)	2.0	6.1	17.7	(26.7)	18.9	(22.1)	
南玻-A	000012.Sz	164	0.7	2.7	20.2	40.2	(26.5)	43.4	(21.8)	
信义玻璃-H	0868.HK	309	0.1	0.8	(3.4)	7.9	(24.8)	4.4	(17.5)	
玻纤										
中国巨石	600176.SH	380	0.5	1.4	(1.9)	6.0	(34.5)	12.1	(29.9)	
再升科技	603601.SH	48	(1.1)	0.7	9.3	18.4	(35.6)	17.4	(31.0)	
长海股份	300196.SZ	45	(2.3)	3.6	7.6	22.6	(6.9)	19.7	(2.2)	
其他消费建材										
东方雨虹	002271.SZ	328	0.7	9.6	22.6	54.6	(48.0)	69.9	(43.4)	
伟星新材	002372.SZ	243	1.6	7.3	7.8	23.1	(8.8)	19.7	(4.2)	
北新建材	000786.SZ	332	1.4	2.0	16.1	34.5	(21.9)	42.7	(17.3)	
科顺股份	300737.SZ	64	0.2	3.2	22.5	17.7	na	na	na	
兔宝宝	002043.SZ	50	(0.3)	2.4	13.0	19.1	(42.6)	26.8	(37.9)	
蒙娜丽莎	002918.SZ	50	3.2	6.5	18.3	24.1	(57.0)	27.3	(52.4)	
三棵树	603737.SH	81	(1.1)	8.2	45.6	64.9	(12.1)	67.8	(7.4)	
帝欧家居	002798.SZ	85	(1.1)	5.9	37.2	63.4	(55.0)	65.0	(50.4)	

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

周观点：骨料中期趋势向好，有望成为利润增长点

近年来多家领先水泥企业加大了骨料业务的布局力度，我们研究了欧美发达国家骨料行业，并认为欧洲在骨料需求达到平台期后，尽管行业集中度相比水泥仍然很低，但行业通过矿山关停、小企业淘汰以及加大企业加大并购扩张力度使得骨料业务价格和利润稳定增长，而大企业也实现了以水泥业务为核心，全产业链全球化的布局。同时，我们认为我国骨料行业也进入了需求平台期，随着环保收严及大企业的逐步布局，与欧洲类似的整合过程已经开始，骨料行业高利润率预计可以维持，且中长期内骨料业务也将成为水泥企业重要的收入利润来源。

图表 4：骨料在水泥产业链中属于附加值较高的产品



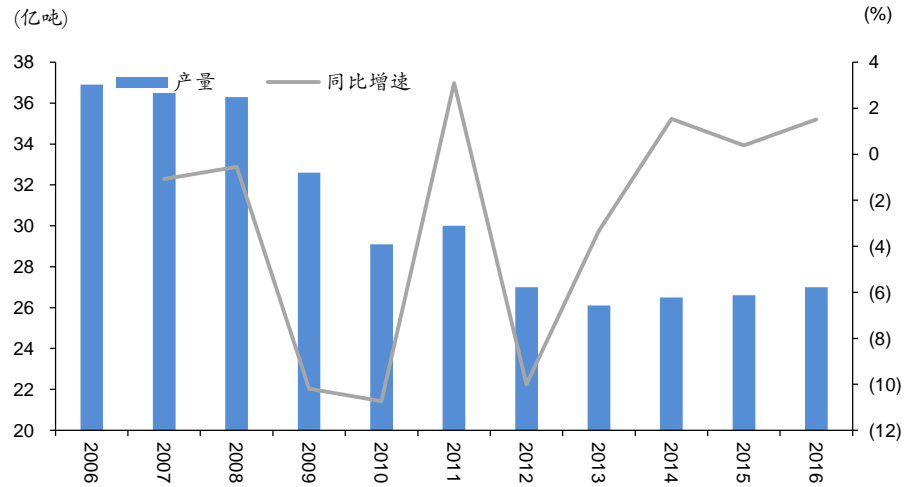
资料来源：拉法基官网，太平洋证券研究院

骨料行业空间大，欧美企业已经完成相关布局

我们参考欧美发达国家市场经验，发现发展骨料业务是领先水泥企业的必然选择，主要原因有：1) 砂石骨料的市场远大于水泥，2) 利于控制原材料上游，增强卖方话语权，

首先，砂石骨料市场远大于水泥。就混凝土生产而言，1 立方米混凝土通常需要消耗 0.45 吨水泥，0.5 吨沙子及 1.35 吨石子，这意味着就主要建材混凝土而言，骨料需求量是水泥的 4 倍。以欧美为例，欧洲年产水泥 3.5 亿吨左右，而骨料产量为 27 亿吨左右，美国年产水泥 8000 万到 1 亿吨，而年产骨料 22 亿吨，而我国市场与欧美类似，年产骨料 180-200 亿吨，市场容量同样为水泥的 8-9 倍左右。如果按照骨料 90 元/吨，水泥 350 元/吨的价格计算，骨料市场空间仍未水泥 2 倍左右。

图表 5: 欧洲市场年度骨料产量

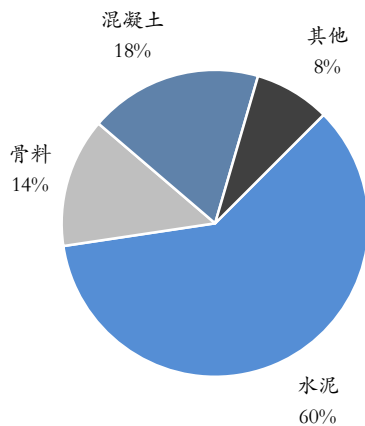


资料来源: 欧洲建筑协会, 中国水泥网, 太平洋证券研究院

其次, 与水泥行业一样, 砂石骨料企业主要下游是建筑建材企业, 双方客户重合度较高, 如果水泥行业形成完整产业链, 就能满足客户的差异化需求。同时, 一条龙生产可以减少交易环节的费用, 有利于控制原材料上游。

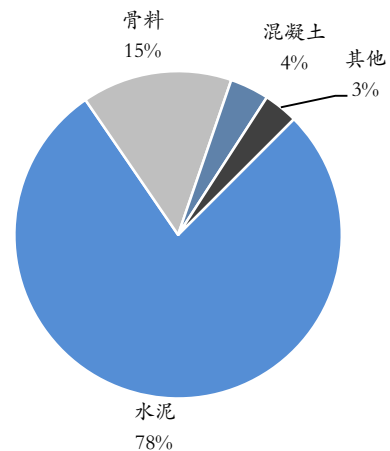
根据我们的统计, 骨料在国际领先水泥企业中的收入占比远高于我国领先水泥企业。以拉法基为例, 2018 年公司骨料收入占公司总收入 14% 左右, 骨料业务 EBITDA 占公司总 EBITDA 的 15%, 远高于国内领先水泥企业。我们认为发达国家领先企业给我国水泥行业的启示是以水泥业务为核心, 实现产业链共同发展及全球化布局。

图表 6: 拉豪水泥收入划分



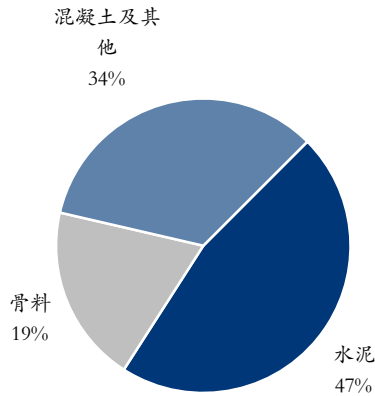
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 7: 拉豪水泥 EBITDA 划分



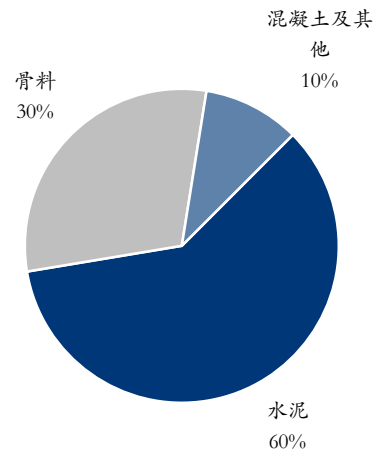
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 8: 海德堡收入划分



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 9: 海德堡 EBITDA 划分



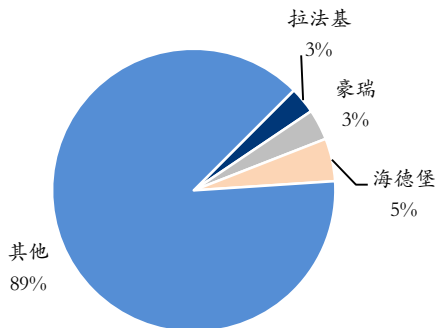
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

需求平台期淘汰与整合是常态, 大企业往往通过并购进行扩张

尽管欧美国家骨料市场较为成熟, 相对于其水泥市场, 骨料市场的集中度很低, 但骨料业务的利润总体尚可。而在市场进入成熟期后, 小企业加速淘汰, 并购成为了领先企业骨料产能扩张的主要手段, 而随着整合大企业骨料业务利润也稳步提升。

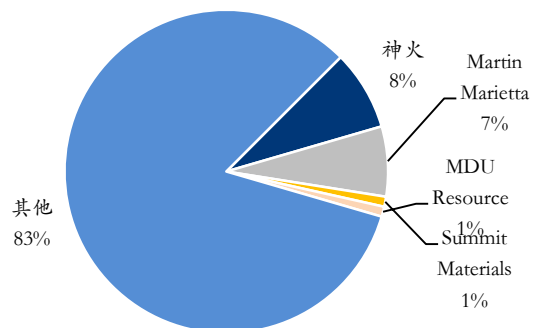
根据我们测算, 欧洲领先水泥企业骨料市场份额的占比为 3-5%, 远低于水泥行业, 而美国骨料市场的格局同样分散, 前十名企业市场份额合计为 35%。我们判断骨料市场集中度相比水泥行业更低的原因是骨料售价低但运输费用高, 所以相比于水泥和混凝土是更短腿、地域性更强的产品。

图表 10: 欧洲骨料市场结构



资料来源: 中国水泥网, 公司资料, 太平洋证券研究院

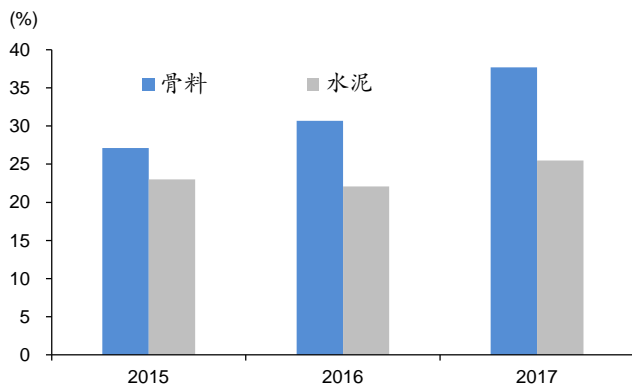
图表 11: 美国骨料市场结构



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

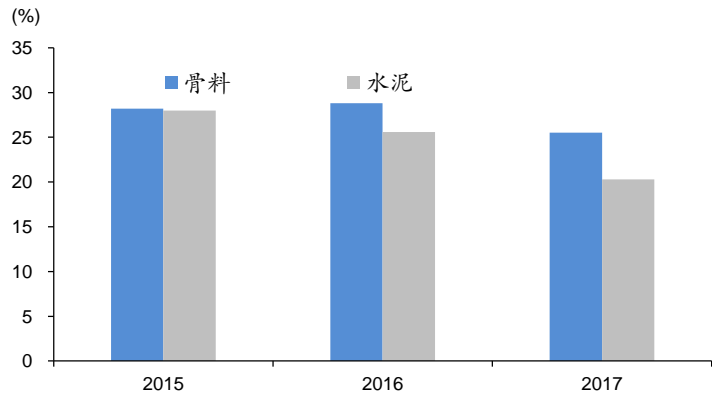
尽管集中度低，且需求因为经济放缓进入平台期，但是骨料业务在欧美市场仍有不错的利润率，其中北美地区海德堡的骨料利润率超过水泥 10 个百分点以上，且近年来利润率多稳步上升。我们认为小企业的淘汰及行业的整合是关键。从 2007 年到 2012 年间，约 7000 家骨料生产企业被淘汰(企业个数从 2.2 万下降至 1.5 万)，众多采石场被关停。与此同时大企业也积极通过并购扩张产能，主要的并购事件包括拉法基 2001 年收购 Blue Circle 及其旗下混凝土骨料业务，2011 年与 Anglo America 成立合资公司收获其骨料资产以及豪瑞 2004 年收购 Aggregate Industries，海德堡 2007 年收购 Hanson 等。

图表 12: 海德堡北美市场 EBITDA 利润率对比



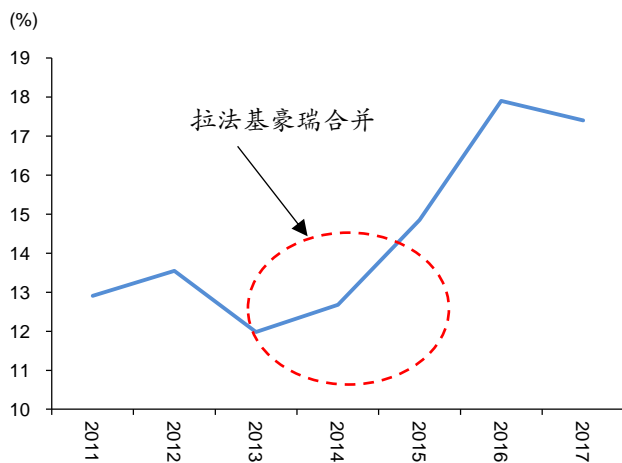
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 13: 海德堡亚洲市场 EBITDA 利润率对比



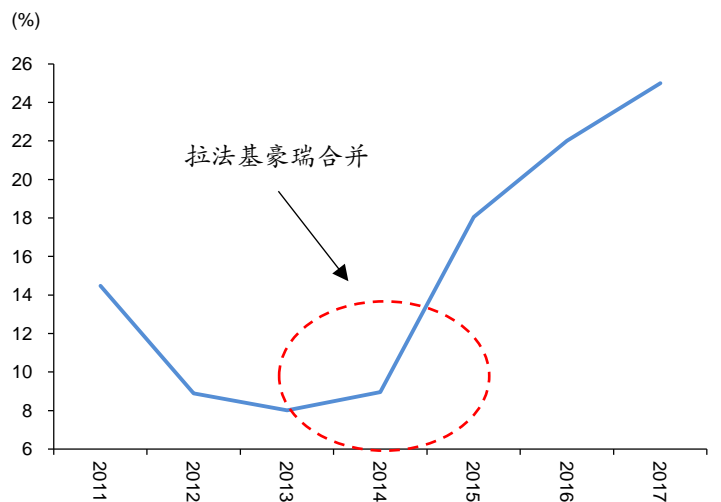
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 14: 拉法基、拉豪欧洲骨料业务 EBITDA 利润率



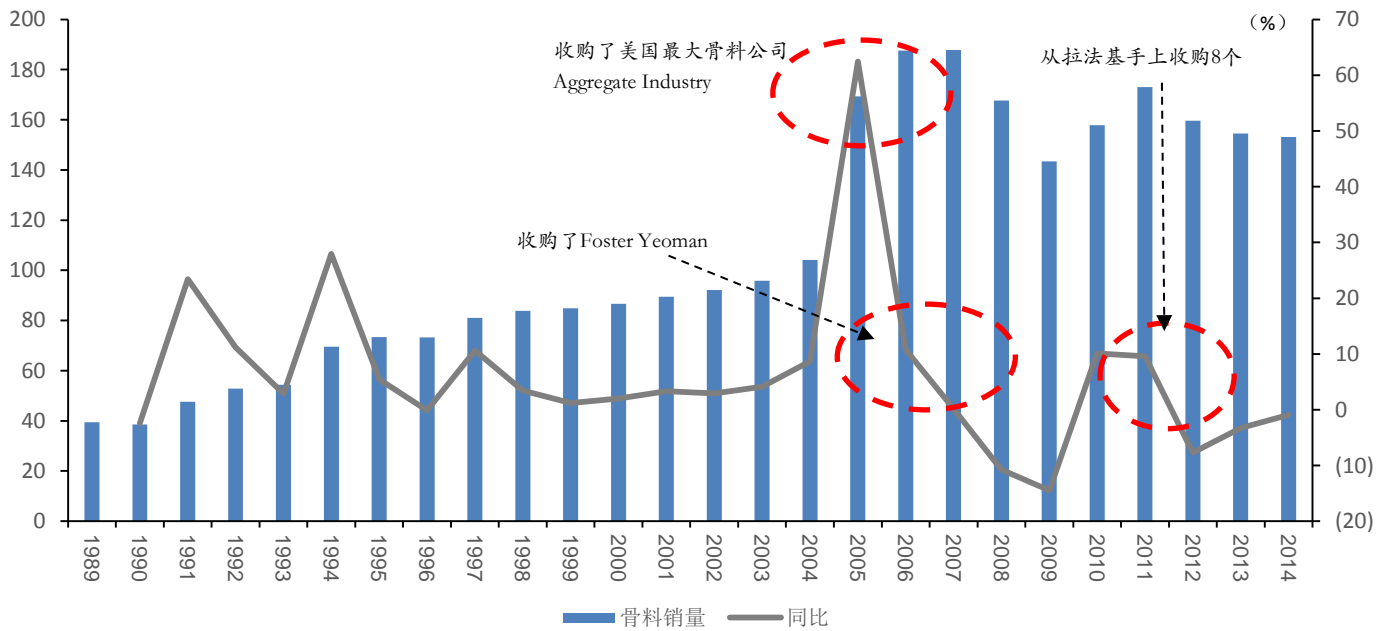
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 15: 拉法基、拉豪北美骨料业务 EBITDA 利润率



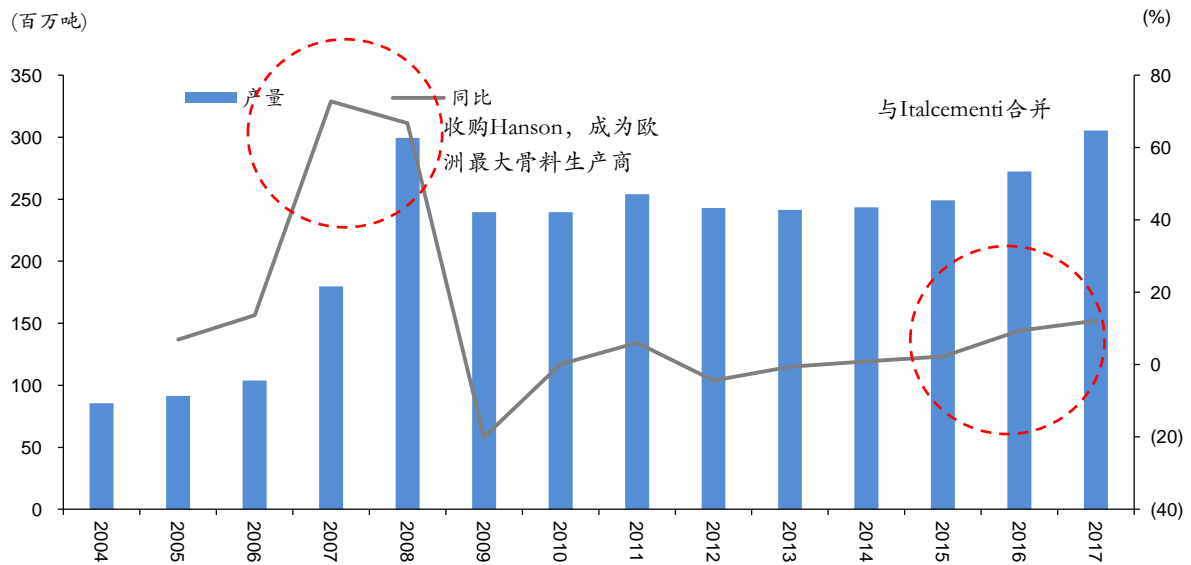
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 16: 豪瑞水泥骨料发展历程



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 17: 海德堡骨料业务发展历程



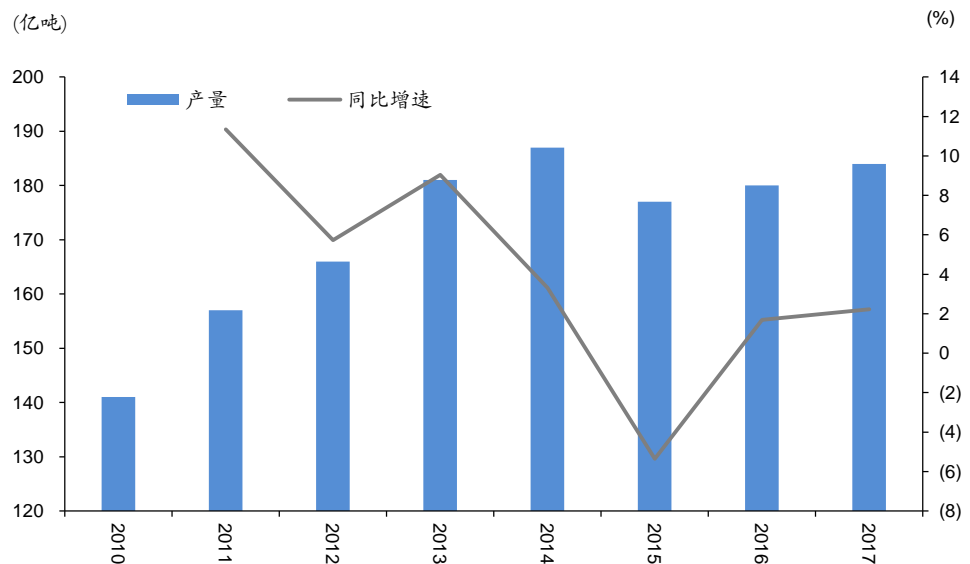
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

我国骨料行业与欧美类似的整合已经开始，高利润预计可以维持

从产量上来看，我国骨料需求与欧洲一样基本已经进入平台期，但考虑到 1) 矿山资源的持续收紧 2) 更加严格的治超及 3) 水泥企业进入骨料行业的先天优势，我们认为我国骨料行业也会和欧美一样进入整合期，高毛利可以持续，而中期内骨料业务也会像欧美一样，成为水泥企业收入与利润重要的一级。

根据砂石骨料网提供数据，2017 年我国砂石骨料产量 184 亿吨左右，同比增加 2.2%，而自 2010 年后，骨料需求增速放缓，行业需求进入平台期，同时目前我国骨料行业集中度相对于欧美更低，根据我们测算，海螺、华新两大水泥企业骨料市场份额均不足 0.5%。而在截止 2016 年底近 2 万家骨料生产企业中，年产量超过 500 万吨的大型矿山企业仅占 12%，年产量超过 100 万吨以上的中型矿山企业占 25%，而小型矿山企业占比 63%，整体来看集中度极低，参考欧美成熟市场的集中度，仍有很大发展空间。

图表 18: 我国骨料需求已经进入平台期

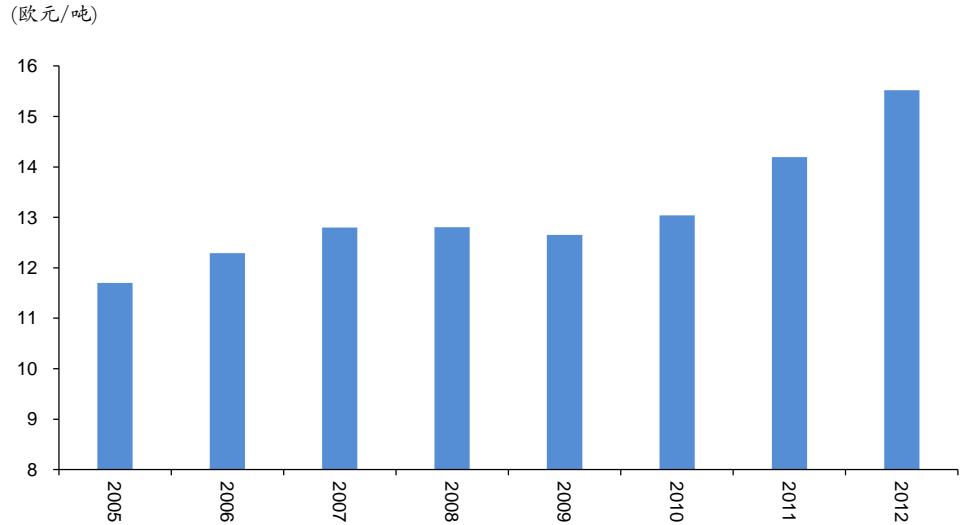


资料来源：砂石骨料网，太平洋证券研究院

2017 年以来，由于小型矿山退出，骨料价格持续上升，毛利率维持高位，而我们认为高毛利可以维持，且对大企业进入骨料行业持乐观态度。

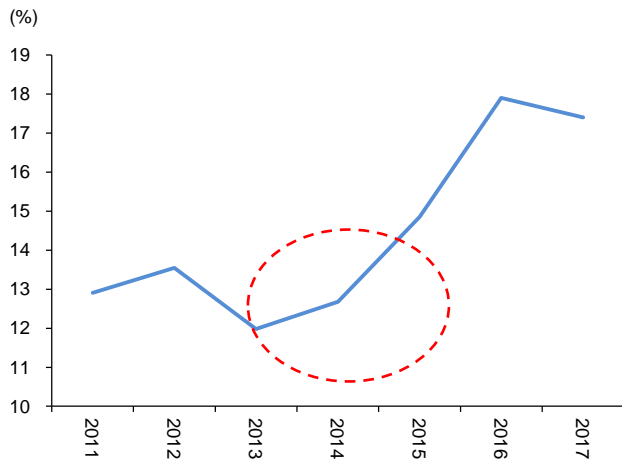
首先，随着环保上升到国家高度，我们预计小矿山的退出以及各地采砂的限制仍会继续，同时小企业也可能因为环保、开采管理不达标被淘汰。而根据发达国家经验来看，在需求进入平台期后市场整合是必然的过程，而矿山关停及行业整合（例如拉法基和豪瑞 2015 年的合并）有助于骨料价格及利润的提升，而随着环保收严及小企业的逐步淘汰，我们认为相似的故事也会在我国发生。

图表 19: 拉法基欧洲骨料售价在 2007-2012 小厂淘汰时迅速提升



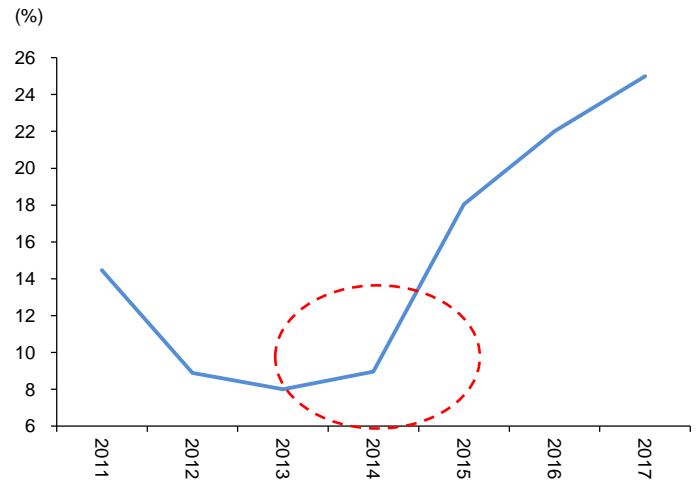
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 20: 拉法基、拉豪欧洲骨料业务 EBITDA 利润率



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 21: 拉法基、拉豪北美骨料业务 EBITDA 利润率

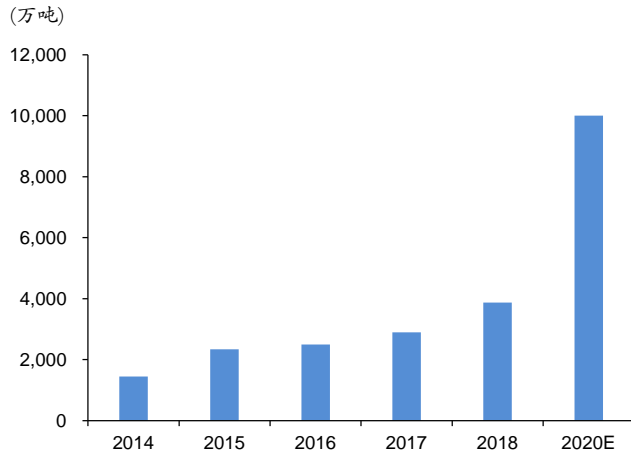


资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

其次, 随着 2016 年起治超日趋严格, 骨料运输成本提高 (根据我们测算运输成本相较此前提 20%左右), 从而使得骨料运输半径进一步缩小, 而缩小的半径不仅更有利于协同, 也使得定价权向区域龙头企业集中。

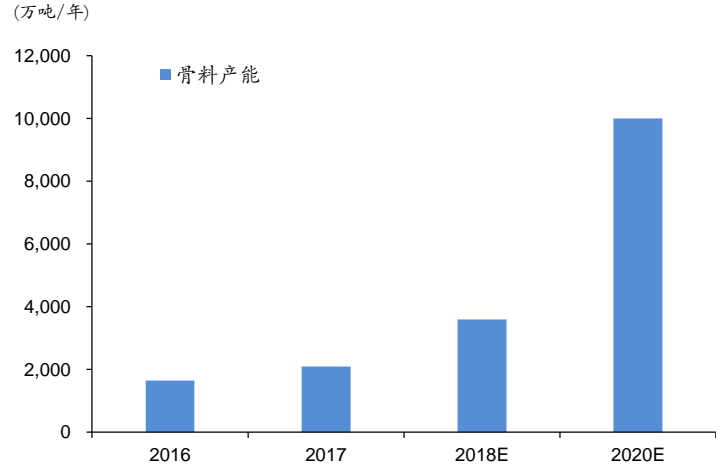
最后, 水泥企业由于拥有矿山资源且开发管理经验较为丰富, 同时拥有良好的生产技术 (不同品位的石灰石分别生产水泥、骨料) 与客户资源, 我们认为水泥企业进入骨料行业有先天的优势。同时, 海螺水泥等企业也开始采取与欧美企业类似并购的方式拓展熟料产能。

图表 22: 海螺骨料产能规划



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 23: 华新骨料产能规划



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

基于以上考虑, 我们认为尽管需求已经达到平台期, 我国骨料行业集中度远低于欧美, 行业仍有充分的整合空间, 并且由于矿山开采收紧, 与欧美类似的整合已经开始, 参考发达国家经验, 目前的高利润可以维持。而大企业拥有先天的矿山、技术、客户资源等优势, 长期来看骨料业务也将像欧美一样, 成为水泥企业重要的一级。单就骨料行业而言, 我们更加看好布局长江沿岸矿山资源、运输条件更加便利的海螺水泥、华新水泥。

水泥行业首推冀东水泥: 1) 京津冀地区水泥需求主要受重点工程驱动, 且 2018 年四季度以来当地基建已经加速, 带动水泥需求反转。我们判断基建加速的趋势在 2019 年仍将受益于京津冀一体化及雄安新区建设而延续。2) 京津冀地区格局保持良好, 库存年后未明显上升 (我们测算冀东水泥目前熟料和水泥库存仅 50% 左右), 在全国水泥价格普跌的背景下唐山地区熟料率先调涨 20 元/吨, 底气十足。尽管我们认为此次涨价一定程度上存在淡季以涨促稳的用意, 但涨价更多体现的是市场对于两会后需求集中释放的预期; 3) 作为我国环保最敏感地区, 我们预计京津冀的环保限产全年不会出现同比放松。4) 华北两强整合后冀东水泥经营效率预计提升, 盈利中枢有望提高。5) 京津冀地区业绩弹性贡献大, 即使非核心区域价格下滑超预期也不会影响公司整体上升趋势。此外建议投资者关注同样受益于京津冀一体化建设的金隅股份 (冀东水泥间接控制人)、受益于粤港澳大湾区建设的华润水泥、塔牌集团。

玻璃行业预计供需双弱, 建议投资者把握产品升级及产能扩张主线: 由于玻璃行业的下游更集中于地产, 我们对 2019 年浮法玻璃的需求较为悲观, 但由于盈利下降, 我们同样认为 2019 年冷修将增加, 从而使得供给端出现收缩 (我们测算 2019 玻璃行业供给净收缩 2.72%, 某龙头原片企业管理层预测为 3-4%, 比我们更加乐观), 因此玻璃行业将呈现供需双弱的局面。我们建议投资者把握产品升级及产能扩张主线, 关注差异化产品占比提高, 产能仍逐渐扩张的旗滨集团、信义玻璃。

一周路演反馈

上周我们与投资者进行了路演交流，投资者比较关心的问题如下：

水泥行业

- 1) 如果今年华东出现下行，是否会增加华东销往华北的冲击从而导致华北价格、盈利低于预期？同理东北是否会减小销往华东的外销量转而增加销往华北的外销量？
- 2) 在行业整体进入调整周期时，即使增长确定，是否也会因为市场情绪而无法支撑高估值？

其他消费建材

- 1) 地产、基建企业在进行防水装涂时更多使用自己还是防水企业的施工团队？防水企业是否有足够的机会实现差异化服务？
- 2) 考虑到网络电商以及施工团队自己的选择，品类拓展是否比预期的要难？

水泥：需求恢复延续，局部价格回调

上周全国水泥市场价格环比上行，涨幅为 0.3%。价格上涨地区主要是江苏苏锡常、河南和云南昆明等局部地区，幅度 20-30 元/吨；长三角沿江熟料价格陆续上调 20 元/吨。3 月下旬，随着市场需求恢复正常、库存下降，水泥价格企稳并有所回升，短期看价格上调以小范围为主，预计 3 月底 4 月初各地将会迎来一轮普涨行情。

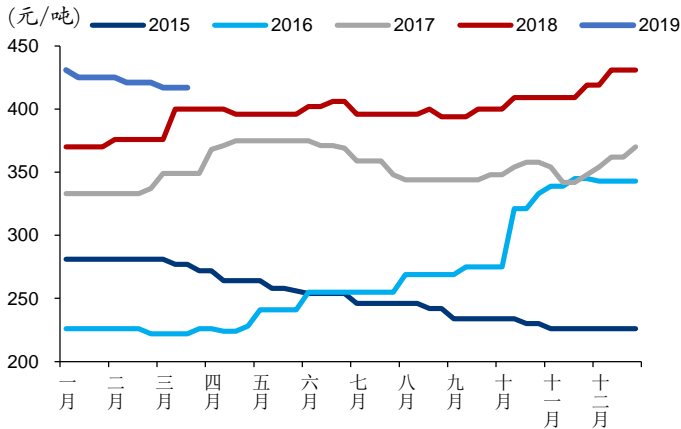
分地区价格表现

华北地区：水泥价格平稳，两会后京津冀需求明显回升

【京津冀地区】京津冀地区水泥价格平稳，两会结束，工程和搅拌站开工率明显增加，水泥需求迅速回升。京津唐地区下游需求表现较好，大企业发货能达 8-9 成，中小企业产销平衡。石家庄、邯郸和邢台地区水泥价格平稳，本地发货在 7-8 成，部分企业外运山东量较大，日出货较好，能达 9 成或正常水平。

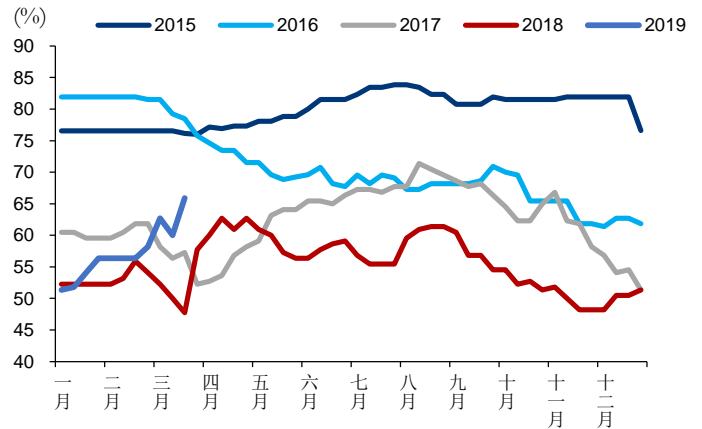
【山西】太原地区水泥价格平稳，大部分工程项目仍在停工，搅拌站运转率较低，水泥需求疲软。另外，由于水泥企业已经陆续恢复正常生产，因此库存普遍在 80% 或以上高位运行。

图表 24: 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

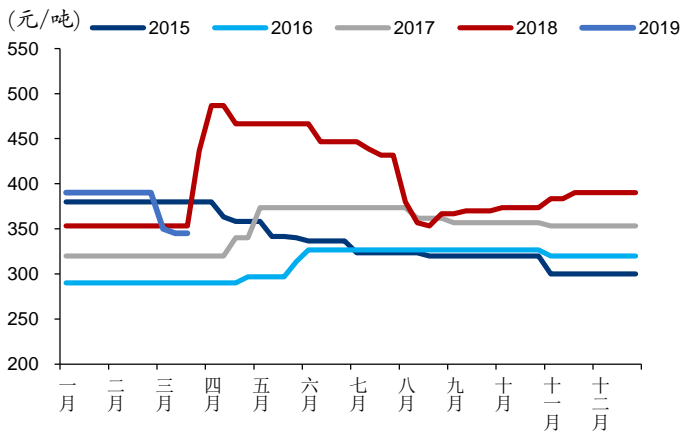
图表 25: 华北地区库存



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

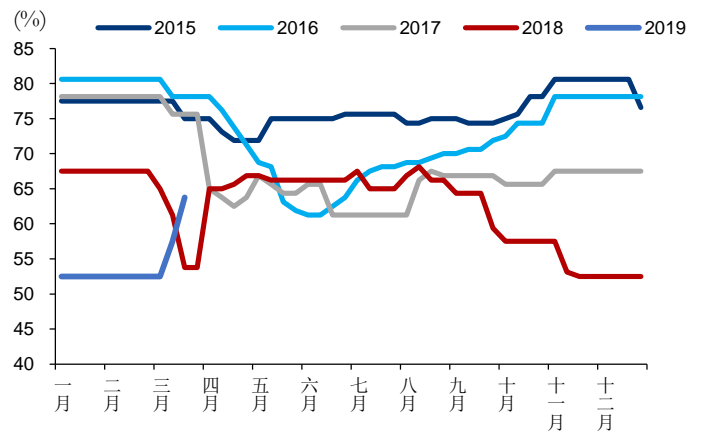
东北地区: 市场仍在淡季, 市场已几乎没有成交。

图表 26: 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 27: 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: 天晴后需求恢复, 部分地区价格反弹

【江苏】苏锡常地区水泥价格上调 30 元/吨, P.O42.5 散出厂价由 370 元/吨涨至 400 元/吨, 天气持续晴好, 下游需求继续恢复, 企业出货基本能达正常水平, 库存有所消化, 多降至 50%左右。南京和镇江地区水泥价格平稳, 工程和搅拌站恢复正常施工, 下游需求已经正常, 库存在 50%或以下, 预计 3 月底价格也将有所上调。苏北盐城和淮安水泥价格小幅上调后保持平稳, 下游需求环比增加 10%-20%, 企业发货在 9 成或产销平衡, 库存一直控制在 50%左右, 预计后期价格将会趋强。

【浙江】嘉兴地区水泥价格领先上涨 30 元/吨, 3 月 23 日, 杭绍地区部分企业价格即将上调, 幅度 20-30 元/吨, 天气持续晴好, 水泥需求稳定, 企业发货产销平衡, 库存迅速下滑, 目前多在 40%-50%, 企业开始恢复上调价格。宁温台地区水泥价格平稳,

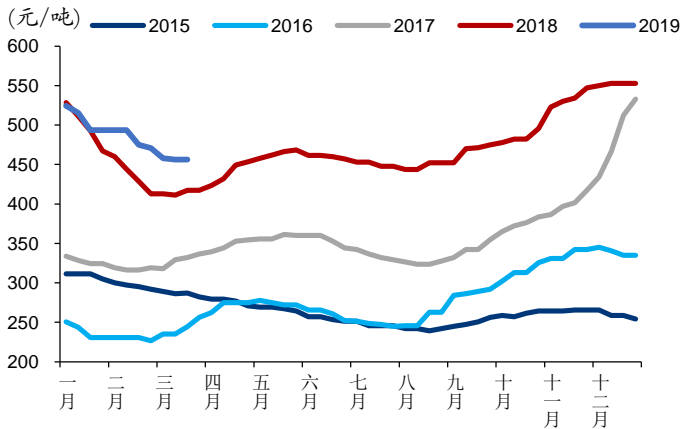
企业发货环比增加 10%，日出货表现正常，库存下降至 50%左右，预计后期价格会跟随上调。金衢丽地区水泥价格平稳，阴雨天气稍多，但降雨量有限，下游需求尚可，企业发货能达 9 成或产销平衡。浙江杭绍地区需求表现相对较好，且受外来水泥影响不大，后期价格上调顺利，但宁温台沿海地区水运便利，后期可能会受到辽宁水泥进入影响，价格上调幅度或将受到制约。

【安徽】铜陵上峰熟料价格上调 10-20 元/吨，水泥价格以稳为主，雨水天气减少，工程和搅拌站陆续恢复施工，水泥企业发货基本能达产销平衡，再加上有生产线停窑限产，供应紧张，主动上调熟料价格，其他企业陆续跟随上调。皖北地区水泥价格下调后保持平稳，天气放晴，下游需求好转，企业发货基本能达正常水平，库存压力缓解，主导企业报价较稳。

【江西】宜春红狮水泥价格再次下调 20 元/吨，主要是为抢占市场份额，增加发货量。南昌和九江地区水泥价格平稳，雨水天气减少，下游需求明显回升，企业发货能达 9 成，库存略显偏高，多在 60%左右，短期价格将趋稳运行。赣东北地区水泥价格平稳，市场需求表现较好，企业发货已达产销平衡，库存迅速下降，目前多在 50%-60%。

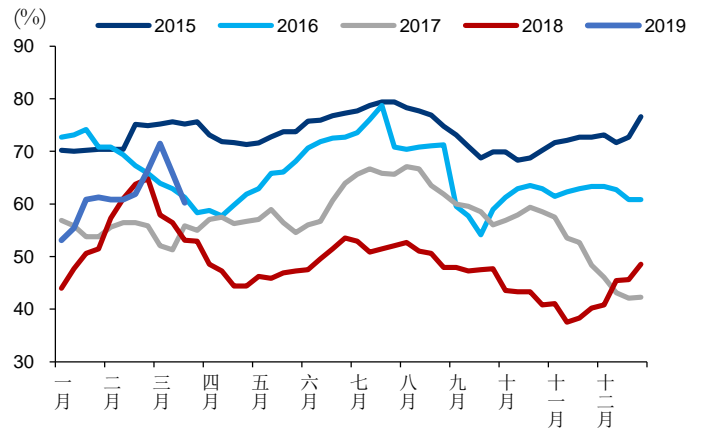
【福建】福州和宁德地区水泥价格平稳，阴雨天气稍多，下游需求略受影响，企业发货在 8-9 成，库存继续高位运行。龙岩和泉州地区水泥价格下调后保持平稳，受雨水天气影响，企业发货不足，多集中在 7-9 成，库存在 80%左右，销售压力较大。

图表 28: 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 29: 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: 需求明显恢复, 价格恢复稳定

【河南】郑州、平顶山和南阳等地区水泥价格上调 20 元/吨，重污染天气预警解除，工程和搅拌站恢复施工，企业发货回升至 7-8 成。另外，河南水泥企业多在停窑限产，仅 16 条生产线仍在生产，库存下降明显，个别企业出现空库。

【湖南】长株潭、益阳和常德等地区部分企业价格上调 20 元/吨，天气放晴，下游需求集中释放，企业发货大幅增加，日出货能达 9 成，且部分生产线在停窑检修，库存一直处在正常或偏低水平。据了解，前期水泥价格不断下调，导致该区域价格较低，需求好转，企业积极复价上调。

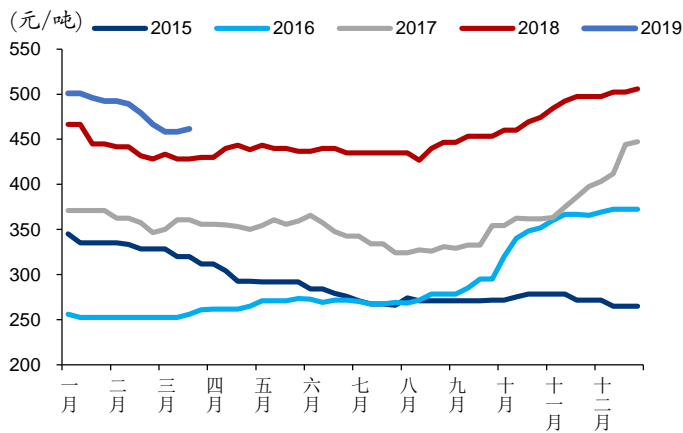
【湖北】武汉及鄂东地区水泥价格平稳，工程和搅拌站都已正常施工，因部分企业前期停窑限产，以及有的刚刚复产，整体库存不高，均在 50%左右，企业报价坚挺，月底

有推涨水泥价格计划，具体执行待跟踪。襄阳和十堰地区水泥价格平稳，下游需求增加5%-10%，企业发货在9成或正常水平，库存控制在50上下，外围河南地区价格已经上调，后期本地价格趋强。

【广东】珠三角地区水泥价格平稳，雨水天气减少，工程和搅拌站都已恢复施工，晴好天气，企业发货较好，都已经实现产销平衡，库存有下降至65%左右，短期价格将会以稳为主。

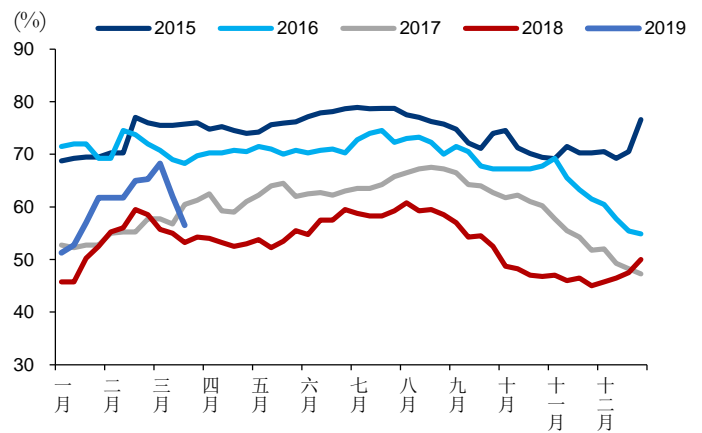
【广西】南宁和崇左地区水泥价格平稳，间歇阴雨天气，对工程和搅拌站影响不大，企业发货基本还在正常水平，库存在60%左右。玉林和贵港地区水泥价格平稳，下游需求继续恢复，但受部分船闸停航影响，外运量受限，企业发货尚不能达到旺季水平，日出货在9成。短期广西价格以平稳为主。

图表 30: 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 31: 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: 昆明、重庆涨价

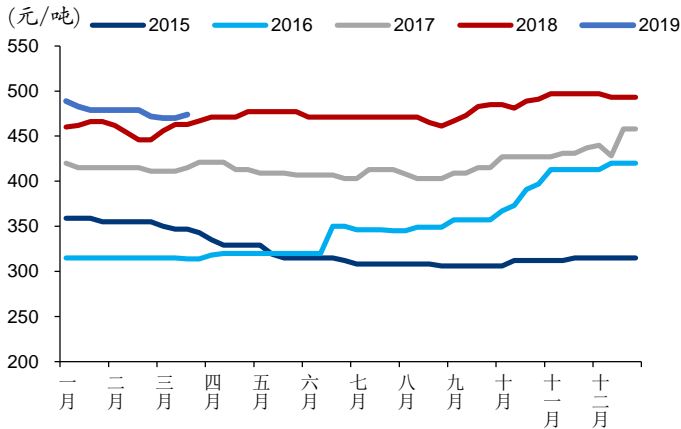
【重庆】水泥价格平稳，东方希望熟料价格上调20元/吨，累计上调40元/吨，下游需求恢复正常，且部分企业在停窑检修，库存处在低位。

【四川】成都地区水泥价格平稳，新开工项目较多，水泥需求表现良好，企业发货能达产销平衡，加之水泥企业停窑限产15%，库存一直在50%或以下

【贵州】贵阳地区水泥价格平稳运行，新开工项目较少，搅拌站开工率偏低，散装需求疲软，袋装市场基本恢复正常水平，目前企业综合发货能达8成。由于部分生产线停窑检修，库存压力有所减缓，目前多在70%左右。

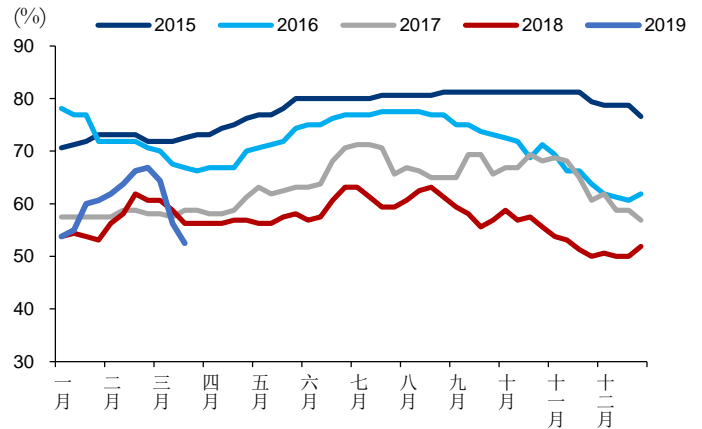
【云南】昆明地区水泥价格上调落实20-30元/吨，天气晴好，下游需求稳定，企业发货能达产销平衡，库存下滑50%左右。保山部分企业低标号袋装价格下调25元/吨，德宏袋装价格下调20元/吨，雨水天气减少，下游需求回升，为抢占市场份额，部分企业价格出现下调。

图表 32: 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 33: 西南地区库存



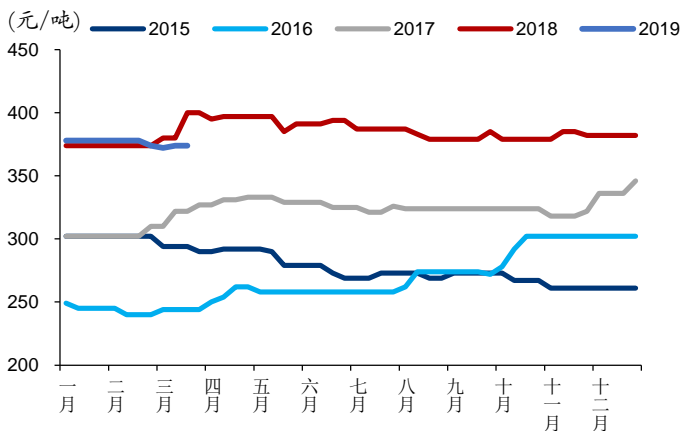
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

西北地区: 甘肃需求回暖, 价格上调。

【陕西】关中地区水泥价格上调后保持平稳, 在建工程都已复工, 同时新工程陆续启动, 下游需求表现相对乐观, 企业发货已能达 8-9 成, 短期看企业刚刚恢复生产, 库存仍旧偏低, 短期价格以稳为主。

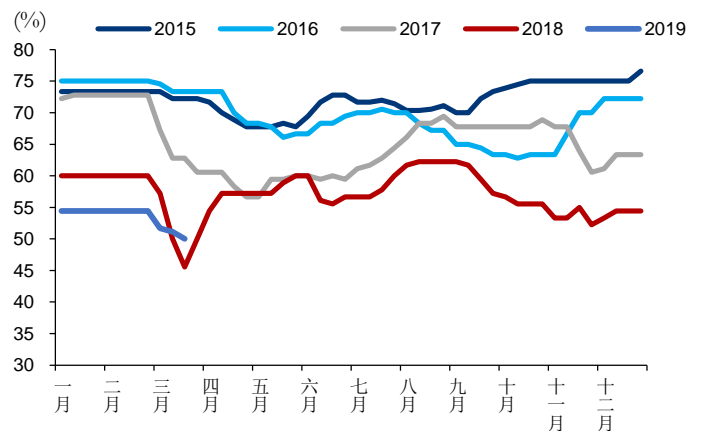
【甘肃】平凉地区袋装价格上调 20 元/吨, 气温回升, 工程和搅拌站陆续恢复施工, 下游需求继续增加, 企业发货环比上升 10% 左右, 日出货能达 8-9 成, 库存在 50% 左右。兰州地区水泥价格平稳, 搅拌站开工率增加, 企业发货恢复到 6-7 成, 加之前期企业停窑限产, 目前库存压力不大, 多在正常水平。

图表 34: 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 35: 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

就短期而言, 我们认为在 3 月中下旬天气转晴后, 由于需求好转水泥价格将逐渐回升。而展望 2019 年, 京津冀地区是我们最看好的地区: 1) 需求端受益于基建加速实现反转, 同时由于金隅冀东是主要的基建供应商, 直接受益更大; 2) 供给端小产能已经基本满

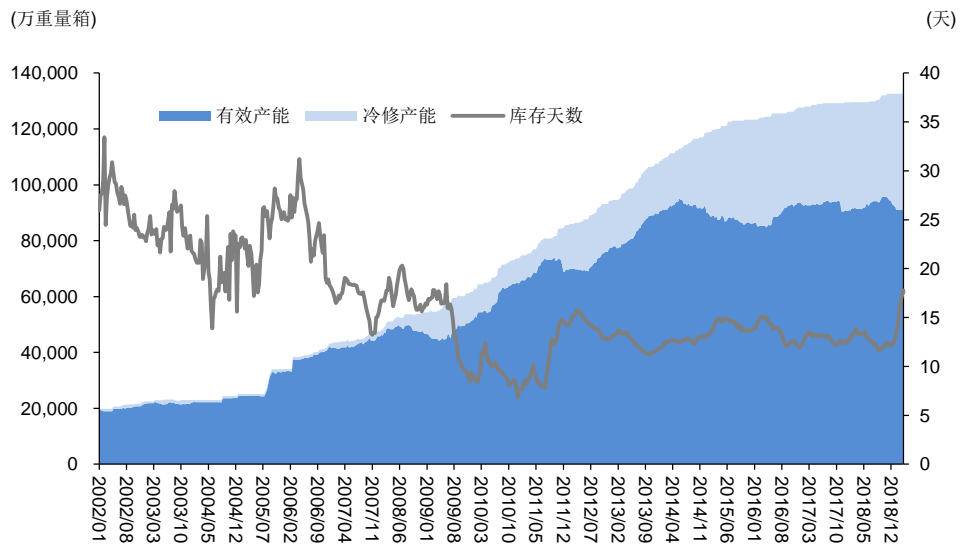
产，即使价格上升边际恶化空间也较为有限；3) 库位低，涨价基础良好。就全国整体而言，华东地区仍是全国水泥的风向标及关键点，如果华东地区价格能总体维稳，则可以提振行业信心并减少对于其余地区市场的挤压。

冀东水泥是我们水泥板块的首推股票。

玻璃：需求启动缓慢，厂家价格政策灵活

截止 3 月 22 日，浮法玻璃产能利用率 69.0%，环比上周持平，同比下降 1.55%，在产产能 91470 万重量箱，环比上周持平，同比增加 66 万重量箱；行业库存 4457 万重量箱，环比上周增加 49 万重量箱，同比增加 1101 万重量箱；库存天数 17.79 天，环比上周增加 0.20 天，同比增加 4.38 天。

图表 36：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

需求不及预期，价格继续下降

上周全国白玻平均价格 1547 元/吨，环比下跌 11 元/吨，同比下降 144 元/吨。

【华北】华北地区玻璃现货市场依旧呈现弱势整理的态势，生产企业产销压力没有明显的改善，市场信心不足。

【华东】华东地区玻璃现货市场总体走势尚可，生产企业产销情况基本符合预期，部分厂家报价有所调整，总体市场信心偏谨慎。

【华中】华中地区生产企业库存压力增加，本地加工企业订单同比有一定幅度的减少。

【华南】华南地区玻璃现货市场弱势整理为主，生产企业产销压力偏大，市场价格出现一定幅度的调整。

【西南】西南地区玻璃现货市场整体承压，生产企业出库没有明显的增加，市场信心不

足。

【西北】西北地区玻璃现货市场总体走势一般，生产企业出库稳定。四月份有冷修生产线复产。

【东北】东北地区生产企业出库速度一般，冬储玻璃发货基本结束。后期产能增加的压力偏大。

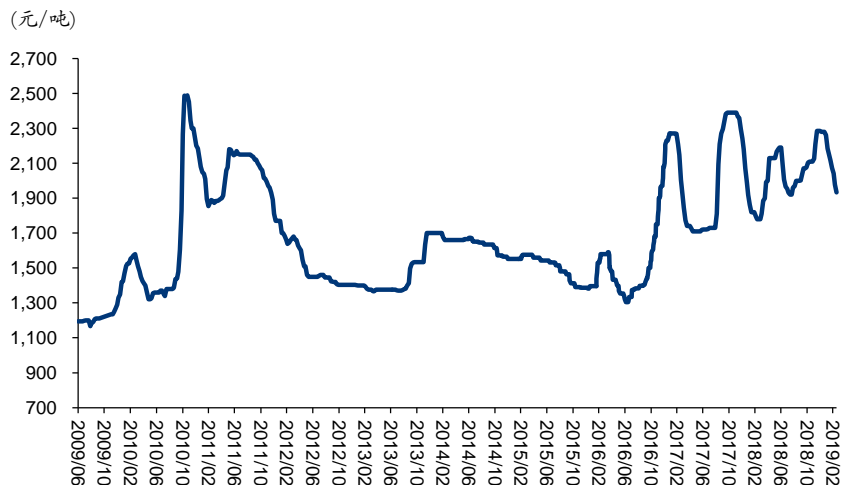
图表 37: 全国 5mm 玻璃平均价格



资料来源: 玻璃期货网, 太平洋证券研究院

上周国内重碱市场大致盘稳，厂家出货情况尚可。青海地区纯碱厂家库存持续下降，部分封单，低价停止接单。近期国内浮法玻璃市场行情低迷，厂家盈利情况欠佳，对原料纯碱需求量变动不大。沙河地区重碱市场变动不大，当地重碱主流送到终端价格在 1750-1800 元/吨。

图表 38: 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

本月下旬尚有三条新建生产线或前期冷修完毕的生产线要增加产能。

后市展望

尽管3月建筑工程预计随着天气好转逐渐恢复，但由于部分生产线的复产计划，市场供给预计有所增加，同时考虑到目前多数企业库存仍有一定压力，我们认为浮法玻璃价格短期内仍有一定压力。

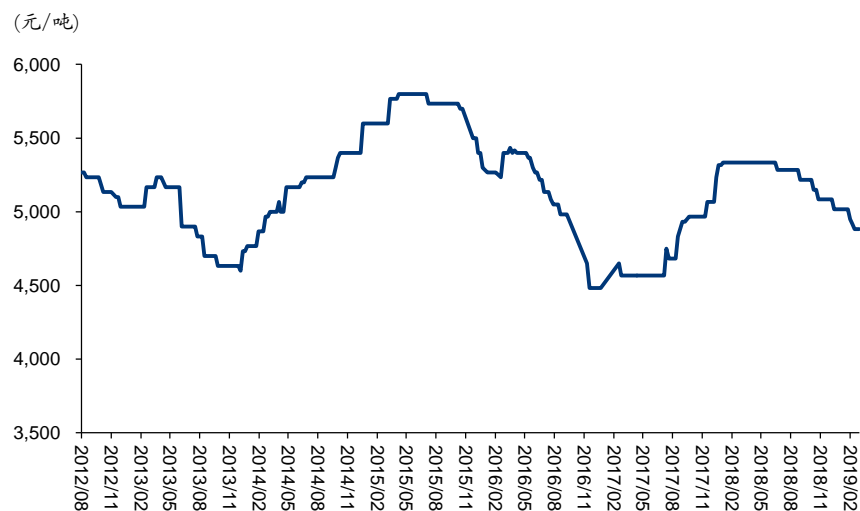
展望2019年，由于玻璃行业下游更加集中于地产，我们认为玻璃需求下行压力较大，但由于盈利下行后更多窑龄到期企业预计主动选择冷修而不坚持生产，我们预计2019年玻璃行业将呈现供需双弱的格局。建议投资者把握产品差异化及股息率两条主线，建议关注旗滨集团，信义玻璃-H。

玻纤：价格下行后低位维稳

需求恢复尚不明显，下行压力仍存

天气转暖，下游深加工企业及织布厂陆续提货，厂家走货较平稳，终端市场需求略有起色，但整体需求量有限，前期各厂库存有待消化，市场价格下行风险仍存，各贸易商及加工企业按需拿货为主。

图表 39: 重点企业无碱 2400tex 缠绕直接纱平均出厂价

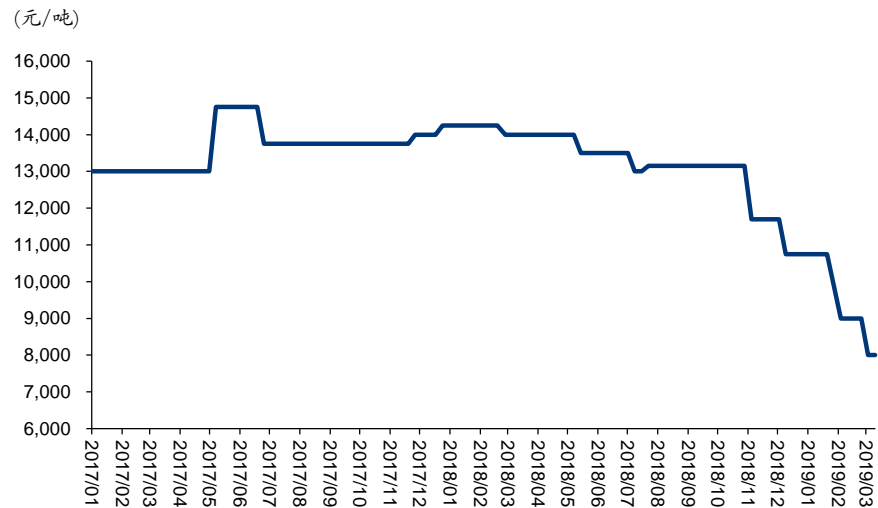


资料来源：卓创，太平洋证券研究院

电子纱价格下行后低位维稳

池窑电子纱市场价格调后暂稳，现阶段处价格稳定期，各厂老客户正常出货。现电子纱 G75 市场主流价格在 8000 元/吨左右，同时，下游电子布市场价格维持 3.6-4.0 元/米，预计电子纱市场价格短期暂无较大调整，整体维稳运行。

图表 40: 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

考虑到: 1) 新增产能已逐渐消化完毕, 且 2019 年新增产能同比预计大幅减少; 2) 中美贸易战有缓和迹象; 3) 宏观经济逐步企稳; 4) 受政策驱动, 风电预计在 2019 年维持高景气及 5) 前期被雨水压制的需求可能集中释放, 我们认为玻纤行业的拐点已经逐渐来临, 19Q1 末的行业低点将是良好的买点, 而龙头公司因为差异化产品占比高, 恢复力度将可能大于行业平均;

玻纤行业我们首推行业龙头中国巨石。

重点公司、行业新闻

宁夏建材置换产线项目开工: 3 月 18 日, 宁夏建材集团产业扶贫产能置换建设 5000t/d 新型干法水泥资源综合利用环保示范生产线生产项目在吴忠市红寺堡区举行开工奠基仪式。

产能置换计划： 1) 山西川东水泥出让 1500t/d 生产线指标一条，用于云南、广西两条生产线技改项目。2) 甘肃泓源水泥出让 1000t/d 生产线一条，受让者江西万基水泥将用于自己生产线的技改。

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	liyew@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
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。