

建材

建材行业 2019 年中期投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 06 月 26 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《行业投资专题：分化前行，调整即布局优质企业的良机》——2019-05-10
- 《行业 18 年年报及 19 年一季报总结：高质量增长的起点，不一样的底部》——2019-05-10
- 《行业 3 月投资策略：一半清醒一半醉》——2019-03-09
- 《行业 2 月投资策略：白马股估值修复，优质小盘股超跌反弹》——2019-02-15
- 《建材行业 2019 年投资策略：远山初见疑无路，曲径徐行渐有村》——2018-12-19
- 《建材行业 2018 年中期投资策略：耐寒唯有东篱菊，金粟初开晓更清》——2018-07-11
- 《建材行业 2018 年年度投资策略：新均衡、新思路》——2017-12-15

证券分析师：黄道立

电话：0755-82130685
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511070003

证券分析师：陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980518090002

联系人：冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

行业投资策略

暮色苍茫看劲松，乱云飞渡仍从容

● 宏观调控有的放矢，需求结构分化明显，整体稳健趋势不改

去年下半年以来，宏观政策持续边际改善，维稳信号明确。与以往不同，19 年的宏观调控政策有的放矢，刺激政策力度较为温和。数据上看，社融同比增速平稳回升；房地产投资增速现下行压力但主因土地购置费下行拖累，其中工程施工部分增速尚可对产业链形成需求支撑；基建投资增速亦缓慢回升，需求整体呈现出“弱企稳”迹象，预计下半年整体稳健趋势不改。

● 水泥行业：新均衡有望延续，区域间略有分化

自 17 年我们即提出水泥行业有望进入中长期“新均衡”状态，即当行业集中度提升之后，企业有望通过减量保价的手段使得行业整体盈利相对稳定在某个合理的区间内，价格波动减弱，库存控制力加强，企业盈利波动减弱。展望 2019 年下半年，预计“新均衡”仍将持续，建议关注行业进入净现金状态或者即将进入净现金状态的企业。此外，今年因受大范围及持续的降雨天气影响，南部地区市场需求受抑制，北方区域表现较强，建议标的选择和配置上可以向北方区域的水泥龙头企业倾斜。推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、冀东水泥、金隅集团；关注祁连山、天山股份、宁夏建材。

● 玻璃行业：预期与现实继续博弈，静待再均衡，布局超跌优质股

从需求端看，随着前两年房地产开工项目施工进度的逐步推进，预计下半年竣工增速缓慢回升可期。从供给端看，玻璃自然冷修周期的逻辑依然存在，随着价格下跌、盈利持续收窄，有望加速企业冷修停产进程，而需求预期也将成为生产者决定停产与否的重要干扰因素。因此，下半年玻璃行业存在，预期与现实继续博弈，静待再均衡。从估值上看，当前龙头企业股价已基本反映了盈利下行预期，估值已具备较高安全边际，配置价值凸显，且龙头企业产品升级战略亦在稳步推进，建议逢低布局，推荐旗滨集团、信义玻璃。

● 其他建材：拥抱价值，立足长远

伴随我国建材工业发展，目前已有一批市占率高、技术全球领先的制造领军企业，不仅拥有一流的技术和装备，还具备先进的管理和经营优势，并已开启全球扩张进程，建议逢低布局此类企业长期持有，推荐中国巨石和北新建材。对于地产产业链上的建材企业，中长期看，我们预计行业集中度提升、龙头持续受益的大逻辑依旧存在。但是短期来看，地产投资增速放缓对业绩增速的掣肘无法完全摆脱，上半年预期较好及市场表现活跃使相关标的估值有所修复，现阶段进入验证期，关注需求下降带来的各子行业分化表现，逢低建仓并持有优质标的，推荐东方雨虹、伟星新材、三棵树、帝欧家居、中国联塑。其他细分领域，建议结合行业和企业的发展，关注“小而美”的精彩，推荐再升科技、坚朗五金。

● 风险提示：①宏观需求超预期下跌；②价格受到行政干预③供给放松

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600585	海螺水泥	买入	40.15	212,767	6.23	6.44	6.4	6.2
000401	冀东水泥	买入	17.08	23,016	2.01	2.23	8.5	7.6
002791	坚朗五金	买入	15.73	5,058	0.83	1.13	19.0	13.9
603601	再升科技	买入	7.88	5,538	0.34	0.47	23.5	16.9
600176	中国巨石	买入	9.56	33,482	0.74	0.87	13.0	11.0
601636	旗滨集团	买入	3.71	9,973	0.36	0.47	10.3	7.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

内容目录

上半年行业运行及行情演绎基本符合年度策略判断	4
宏观需求环境危中有机，只要你相信周期，前途总会光明	4
2019 年上半年行情回顾	4
下半年宏观需求“弱企稳”有望延续	6
宏观调控有的放矢，社融增速底部企稳	6
需求结构分化明显，整体稳健趋势不改	7
水泥——新均衡持续，业绩韧性强	9
水泥行业维持高景气，“新均衡”判断持续验证	9
环保限产有增无减，错峰生产政策陆续发布	13
2019 年下半年水泥展望——稳定依然是主基调	14
玻璃——整体处于筑底态势，静候再均衡	15
行业运行成色不足，整体处于筑底态势	15
预期与现实继续博弈，但冷修周期逻辑依然存在，静待再均衡	17
2019 年下半年玻璃展望——静待再均衡，布局超跌优质股	19
其他建材——拥抱价值，立足长远	19
地产后周期企业：关注地产运行边际变化，寻找超跌反弹	19
核心优势企业：长线长投、逢低布局，关注事件性催化	20
其他细分领域企业：专注“小而美”的精彩	20
暮色苍茫看劲松，乱云飞渡仍从容	20
风险提示	22
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

图 1: 国信建材板块年初至今涨跌幅 (%)	4
图 2: 申万一级行业 2019 年年初至今涨跌幅排名 (%)	5
图 3: 建材细分子板块年初至今涨跌幅 (%)	5
图 4: 2019 年以来 M1、M2 增速底部缓慢回升	6
图 5: 社融存量同比增速平稳回升	7
图 6: 社融增量同比改善	7
图 7: 2019 年以来地产投资, 基建投资缓慢回升	7
图 8: 商品房销售面积及同比增速	8
图 9: 房屋新开工面积及同比增速	8
图 10: 房屋施工面积及同比增速	8
图 11: 房屋竣工面积及同比增速	8
图 12: 2019 年以来地产建筑工程和设备费增长形成支撑, 对冲土地购置费降速压力	8
图 13: 2019 年以来基建投资增速平稳回升	9
图 14: PPP 项目项目投资和落地率稳步回升	9
图 15: 水泥价格保持坚挺, 并处于历史高位	10
图 16: 水泥库容比处于历史同期相对低位	10
图 17: 水泥企业营业收入维持高增长	10
图 18: 水泥企业归母净利润规模维持高增长	10
图 19: 2018 水泥企业毛利率和净利率创新高	10
图 20: 2019Q1 水泥企业毛利率和净利率保持较高位置	10
图 21: 重点跟踪水泥企业近 2 年吨毛利对比	11
图 22: 重点跟踪水泥企业近 2 年吨净利对比	11
图 23: 水泥企业经营活动现金流持续改善	11
图 24: 水泥企业平均资产负债率持续下行	11
图 25: 2019 年 1-5 月水泥产量及同比增速	12
图 26: 2019 年全国高标水泥均价中枢继续上移	12
图 27: 2019 年水泥煤炭价格差中枢继续抬升至历史高位	12
图 28: 平板玻璃产量同比大幅增长	15
图 29: 浮法玻璃销量持续同比负增长	15
图 30: 玻璃在产产能及产能利用率	15
图 31: 2019 年玻璃现货价格中枢下移	15
图 32: 玻璃价格延续下行趋势	16
图 33: 国内重点省份玻璃生产线库存阶段性高企	16
图 34: 2016 年以来纯碱价格中枢持续上移	16
图 35: 玻璃-纯碱重油价格差中枢进一步收窄	16
图 36: 玻璃企业营业收入持续负增长	16
图 37: 玻璃企业归母净利润延续下滑态势	16
图 38: 2019Q1 玻璃企业毛利率进一步分化	17
图 39: 2019Q1 玻璃企业净利率均呈现不同程度改善	17
图 40: 玻璃企业经营活动现金流持续承压	17
图 41: 玻璃企业龙头公司加速去杠杆	17
图 42: 2018 年浮法玻璃行业前十大企业集中度	18
图 43: 2009 年前后点火投产的玻璃生产线将在近两年冷修停产	18
图 44: 近 3 年玻璃行业各月冷修产能对比 (万重箱)	18
图 45: 近 3 年玻璃行业各月净增加产能对比 (万重箱)	18
图 46: 其他建材板块 PE Band	19
图 47: 其他建材板块 PB Band	19
图 48: 地产投资增速与其他建材优质企业收入增速对比	20
图 49: 地产投资增速与其他建材优质企业净利增速对比	20
表 1: 年初至今涨跌幅排名前 10 的建材标的	5
表 2: 2019 年市场重点关注水泥企业的盈利预测逐步上调	12
表 3: 2019 年以来全国各地环保限产时间	13
表 4: 2019 年以来全国各地陆续公布错峰生产计划	14

序言：18 年四季度，市场极度悲观；现在回头看，似乎没想象的那么差。19 年一季度，市场亢奋，现在回头看，或许也没那么好。大涨两天，市场便再现大盘万点论；大跌两天，大家又开始讨论是不是还在 C 浪杀跌。在纷乱的世界里，干扰判断的因素太多，不断出台的各种政策、不断披露的宏观数据、不断传来的海外消息、不断刷新的美国总统 Twitter……当然最终还有不断要求我们必须对噪音作出各种解释的市场竞争绩效考核。冷静回想，过去三年的市场运行及变化似乎已经给我们画出了一条清晰的路径，如果相信这些变化还会延续，又能抵御底部的考核压力，那么标的选择似乎将变得相对简单。暮色苍茫看劲松，乱云飞渡仍从容。

上半年行业运行及行情演绎基本符合年度策略判断

宏观需求环境危中有机，只要你相信周期，前途总会光明

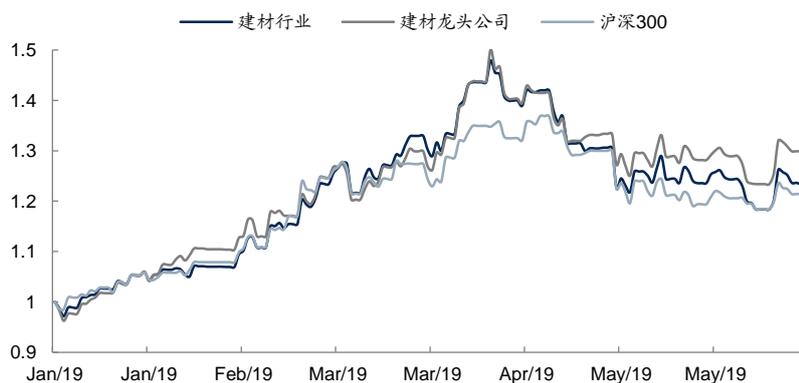
2018 年 4 季度，市场对于政治、体制、国际关系、增长动能的讨论不绝于耳，似乎有方向，又看似无定论。危机到来之时总是让人绝望，在市场极度悲观之时，我们提出：“危机中或许也蕴含了凤凰涅槃的重塑……悲观无意，我们若没有能力逃避，那就在鼓起勇气在迷雾中寻找属于自己的机会，只要你相信周期，前途总会光明”，并撰写发布年度策略报告《远山初见疑无路，曲径徐行渐有村》，指出“水泥——稳定是主基调”、“玻璃——期待再均衡”、“其他建材——拥抱价值、立足长远、捕捉小而美的精彩”。回顾 2019 年上半年，行业运行及行情演绎基本符合我们的预期。

2019 年上半年行情回顾

年初至今强于大盘，在各行业中涨幅靠前

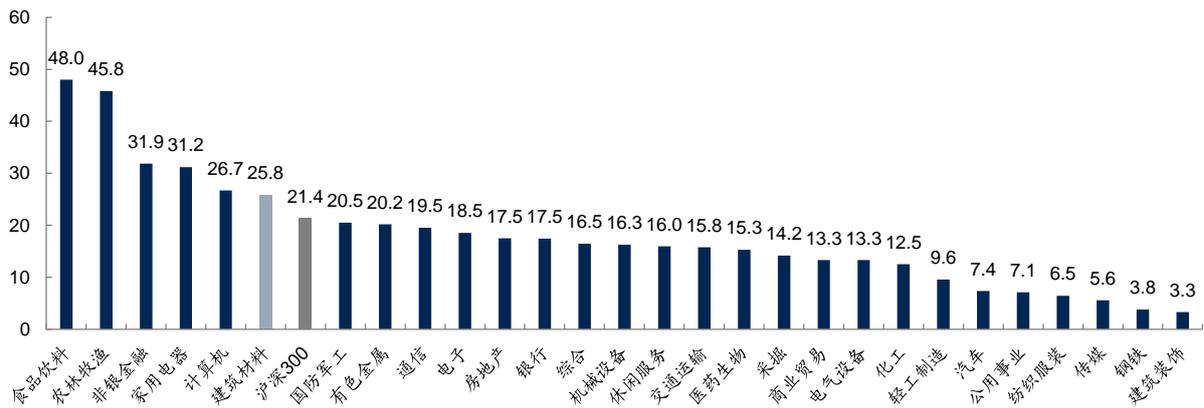
从我们关注的 85 家建材公司样本来看，截至 6 月 17 日建材板块上涨 26.48%，较沪深 300 指数高 5.08 个百分点，其中建材龙头企业上涨 30.02%，跑赢沪深 300 指数 8.62 个百分点。根据申万一级行业划分，建筑材料板块年初至今上涨 25.84%，跑赢沪深 300 指数 4.44 个百分点，在 28 个行业中排名第 6 位，涨幅居于全行业中靠前水平。

图 1：国信建材板块年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（截至 2019 年 6 月 17 日）

图 2: 申万一级行业 2019 年年初至今涨跌幅排名 (%)

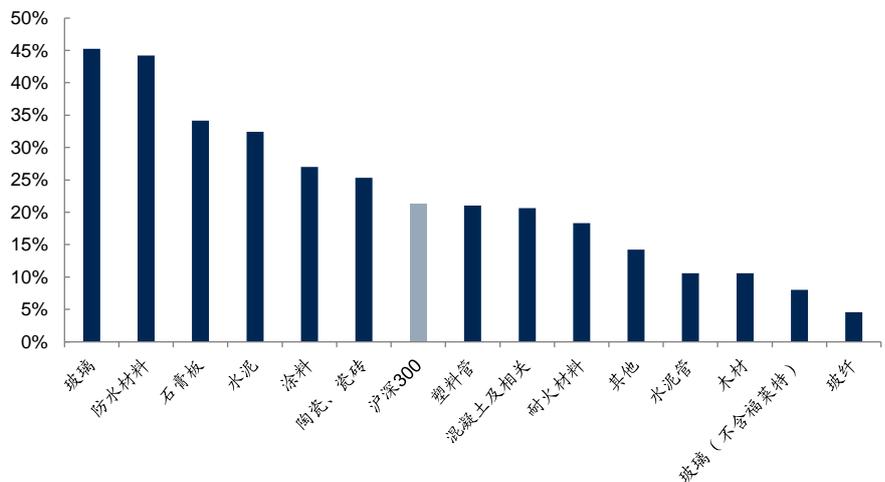


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (截止 2019 年 6 月 17 日)

细分板块防水材料、石膏板、水泥、涂料、陶瓷瓷砖表现相对突出

从细分板块来看, 因受益于基建托底及地产竣工预期改善, 防水材料、石膏板、水泥、涂料、陶瓷瓷砖表现相对突出, 年初至今涨幅分别为 44.19%、34.16%、32.41%、26.99%、25.32%, 跑赢沪深 300 指数 22.79 个百分点、12.76 个百分点、11.01 个百分点、5.59 个百分点、3.93 个百分点。玻璃(不考虑福莱特)、玻纤受供给冲击影响, 供需格局趋弱, 行情表现均有所拖累。

图 3: 建材细分子板块年初至今涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (截至 2019 年 6 月 17 日)

从个股表现来看, 年初以来除水泥、防水材料板块龙头标的涨幅居前外(华新水泥 +64.6%; 天山股份 +57.16%; 东方雨虹 +60.32%), 受 1-3 月市场行情影响, 小市值标的表现相对活跃。

表 1: 年初至今涨跌幅排名前 10 的建材标的

涨幅前十	涨幅 (%)	2019 年 2 月 1 日市值 (亿元)	跌幅前十	跌幅 (%)	2019 年 2 月 1 日市值 (亿元)
福莱特	251.74	新股	亚士创能	-2.25	25.38
开尔新材	96.12	16.97	中国巨石	-3.26	355.13
国统股份	66.84	16.11	亚玛顿	-4.70	26.59
华新水泥	64.60	240.22	永和智控	-5.39	27.30
菲林格尔	61.17	18.52	太空智造	-6.86	21.47
东方雨虹	60.32	245.45	嘉寓股份	-11.06	27.02

表 1: 年初至今涨跌幅排名前 10 的建材标的

鲁阳节能	58.54	34.35	韩建河山	-11.34	29.89
天山股份	57.16	86.73	东宏股份	-18.11	27.10
纳川股份	50.00	26.51	三圣股份	-18.33	28.21
坚朗五金	48.88	34.92	*ST 罗普	-20.65	24.63

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (截至 2019 年 6 月 17 日)

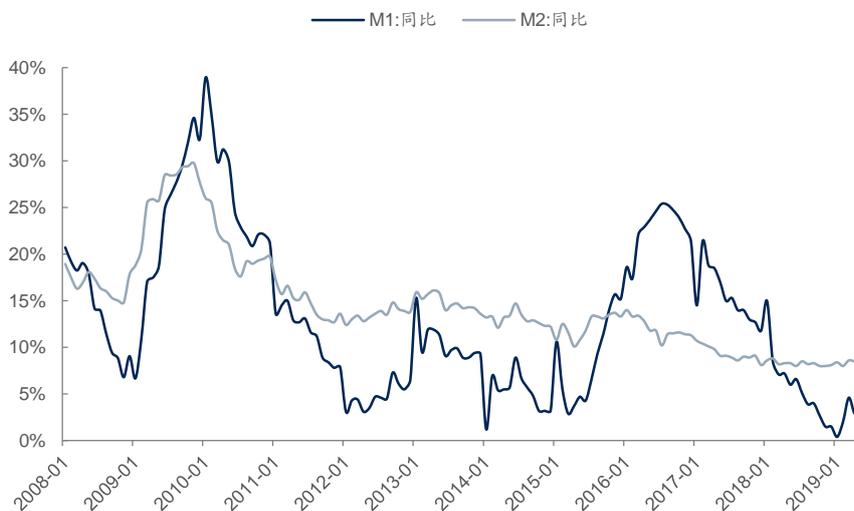
下半年宏观需求“弱企稳”有望延续

宏观调控有的放矢，社融增速底部企稳

去年下半年以来，宏观政策持续边际改善，维稳信号明确，在稳增长背景下，逆周期调节成为短期内的政策重心。与以往不同，2019 年上半年以来，宏观调控政策有的放矢，刺激政策力度较为温和，房地产投资仍以稳为主，基建投资增速缓慢回升，在“补短板”基础上更加强调以 5G 基站建设、特高压、城际高铁、电动汽车充电桩、人工智能、大数据、工业互联网、物联网等为主的“新基建”，同时更多依赖减税降费等市场化政策。

在一系列宏观政策微调下，年初以来社融规模和增速均呈现出了企稳回升的态势；最新数据显示，5 月社会融资规模增量为 1.4 万亿元，比上年同期多增 4466 亿元，5 月末社融存量为 211.06 万亿元，同比增长 10.6%，增速环比 4 月小幅提升 0.2 个百分点。

图 4: 2019 年以来 M1、M2 增速底部缓慢回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 社融存量同比增速平稳回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 社融增量同比改善

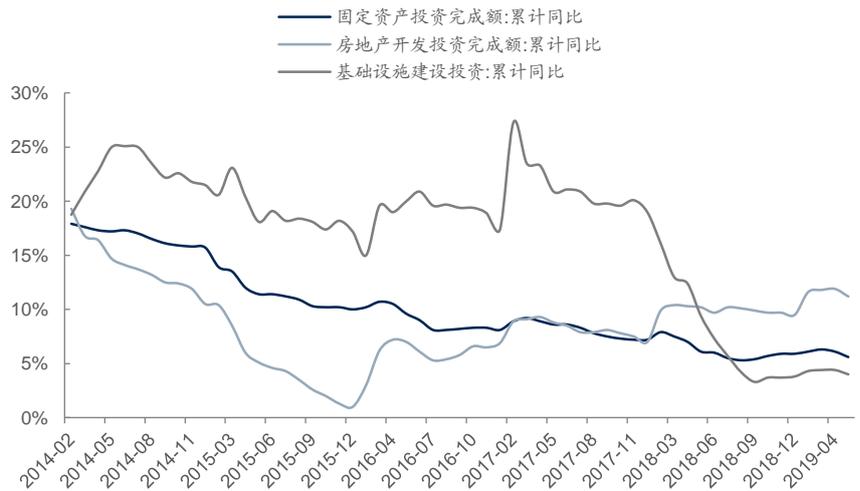


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求结构分化明显, 整体稳健趋势不改

1-5 月地产投资超预期, 基建投资缓慢回升。根据国家统计局数据, 1-5 月固定资产投资累计同比 5.6%, 增速较去年回落 0.3 个百分点, 其中房地产开发投资累计同比 11.2%, 增速较去年提升 1.7 个百分点, 基建投资 (不含电力) 累计同比 4%, 增速较去年回升 0.2 个百分点。

图 7: 2019 年以来地产投资, 基建投资缓慢回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

地产投资或现拐点, 建筑工程向好有望拉动产业链需求。整体上看, 1-5 月房地产数据运行呈现销售增速回落, 新开工面积震荡走低, 竣工面积继续下行, 施工面积增速回升的态势。根据统计局最新房地产相关指标, 1-5 月全国商品房销售面积同比下降 1.6%, 降幅较 1-4 月扩大 1.3 个百分点, 房屋新开工面积同比增长 10.5%, 增速较 1-4 月回落 2.6 个百分点; 竣工面积同比下滑 12.4%, 降幅较 1-4 月进一步扩大 2.1 个百分点; 施工面积同比增速继续保持 8.8%。从近期高层表态上看, 地产调控政策短期难有松绑迹象, 虽然流动性边际改善已现, 但受调控政策的影响, 预计下半年地产销售仍面临回落压力, 并进一步传导使得新开工和投资增速持续承压。

通过拆分房地产投资的结构变化, 能带来一些相对乐观的要素。从房地产投资分项数据来看, 1-5 月房地产其他费用 (主要为土地购置费) 同比增速 23%, 较去年回落 21.1 个百分点; 建筑工程同比增速 9%, 较去年提升 11.2 个百分点; 设备购置费同比增速 22.3%, 较去年提升 24 个百分点。由上述结构化拆分能看

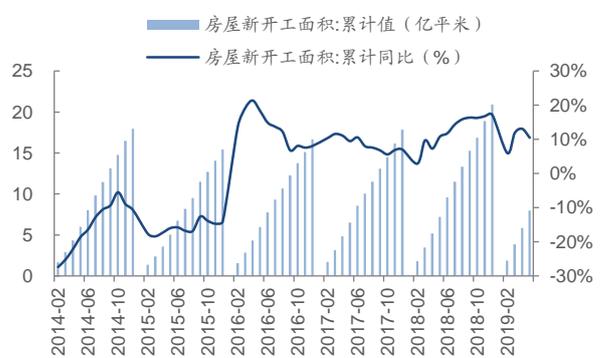
出，土地购置费增速较上年大幅回落是造成房地产投资增速放缓的主因，而流动性的边际改善带动去年开工项目顺利推进到施工环节，使得现阶段房地产建筑工程和设备费增速尚可，从而对产业链需求有一定的拉动和支撑作用，因此下半年对房地产产业链的需求不必过分悲观。

图 8：商品房销售面积及同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：房屋新开工面积及同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 10：房屋施工面积及同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 11：房屋竣工面积及同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 12：2019 年以来地产建筑工程和设备费增长形成支撑，对冲土地购置费降速压力



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

基建投资平稳回升，下半年有望进一步发力。2018年7月以来，随着逆周期调节政策逐步释放，基建增速触底回升，但受融资渠道收缩影响，增速相对平缓。1-5月广义基建投资实现5.72万亿，同比增长2.6%，增速较1-4月回落0.4个百分点；狭义基建投资（不含电力）实现4.81万亿，同比增长4%，增速较1-4月回落0.4个百分点。

6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。专项债是地方政府资金来源的重要增量，明确专项债可以用于部分重大项目资本金，同时鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，有利于地方政府解决基建项目资本金问题，同时推进基建项目配套融资，对地方基建的需求端形成支撑。随着专项债用于补充资本金的落地，有望助力基建投资项目加速落地。

此外，随着PPP项目完成清库，PPP项目投资额和落地率也逐渐回升。3月财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》表示将加大对民营企业、外资企业参与PPP项目的支持力度；近期又下达《关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知》，要求各地6月底前梳理入库PPP项目纳入政府性债务监测平台的情况，对于增加地方政府隐性债务的PPP项目，将从PPP项目库中清退出库，并中止实施或转为其他合法合规方式继续实施，其中继续实施的项目要做好隐性债务化解工作。PPP逐步向规范化、透明化发展，并对规范的PPP项目加大融资支持，预计PPP对基建的支持力度有望逐步加大。

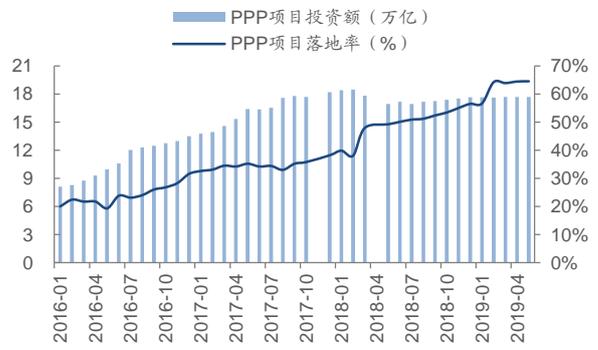
总体来看，基建投资增速边际向上具有较大确定性，且不排除经济下行压力较大情况下，调节力度进一步增强，更有力的发挥基建对总需求的托底作用。

图 13: 2019 年以来基建投资增速平稳回升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 14: PPP 项目项目投资和落地率稳步回升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

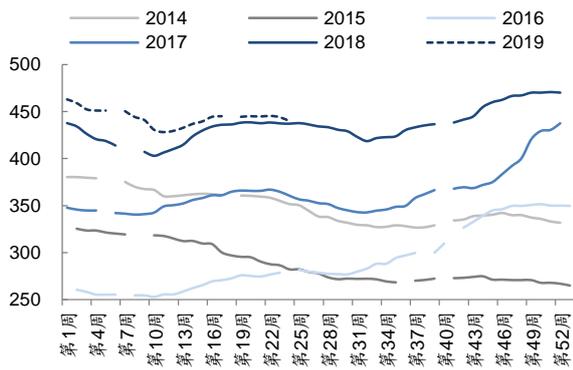
水泥——新均衡持续，业绩韧性强

水泥行业维持高景气，“新均衡”判断持续验证

价格高位坚挺，库存维持低位

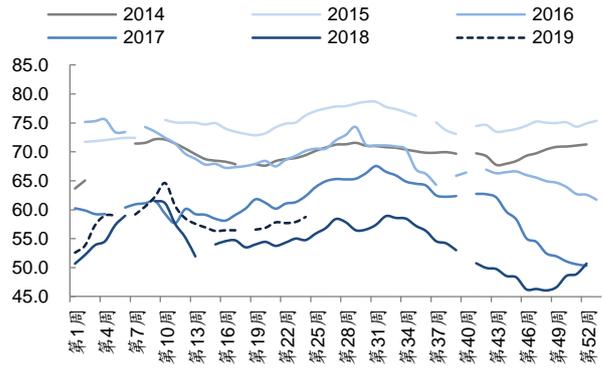
水泥市场持续高景气，水泥价格保持高位坚挺，库存持续低位运行。据数字水泥网数据，截至6月14日当周，全国高标水泥平均价为439.9元/吨，同比增长0.63%，全国水泥平均库容比为58.8%，较去年同期提升4个百分点，继续维持历史同期低位水平，局部地区处于50%以下。

图 15: 水泥价格保持坚挺, 并处于历史高位



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 16: 水泥库容比处于历史同期相对低位



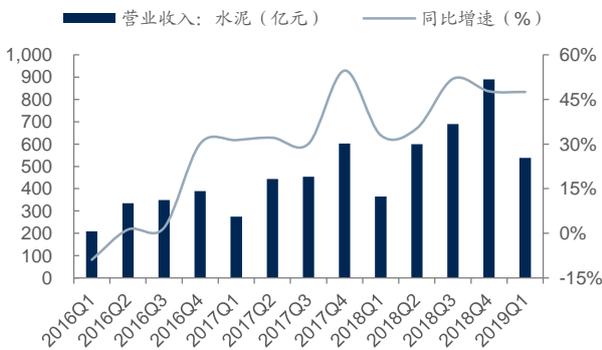
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

企业盈利韧性强, “新均衡”判断持续验证

截至 2019Q1, 我们统计的 15 家水泥板块上市公司共实现营业收入 537.7 亿元, 同比增长 47.5%, 实现归母净利润 85.3 亿元, 同比增长 57.3%, 收入延续高增长, 利润增速维持高位水平。在 2018 年毛利率和净利率创历史新高的背景下, 2019Q1 继续保持较高位置, 同时从近 2 年重点跟踪的水泥企业吨毛利和吨净利来看, 也呈现出大幅改善。

伴随盈利能力持续提升, 现金流同步改善, 同时负债率稳步下降, 截至 2019Q1, 资产负债率继续下行至 38.9%, 较年初下降 2 个百分点, “新均衡”判断持续验证。

图 17: 水泥企业营业收入维持高增长



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 水泥企业归母净利润规模维持高增长



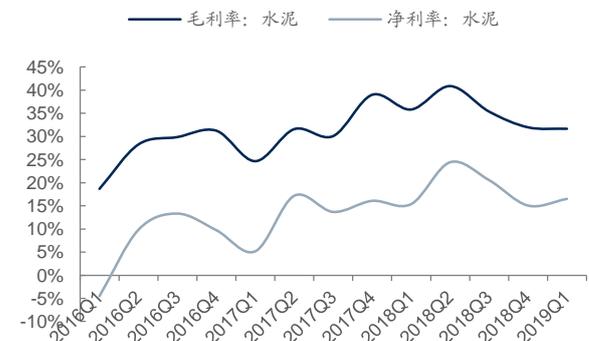
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(2016Q4 同比增长率为 2076.3%)

图 19: 2018 水泥企业毛利率和净利率创新高



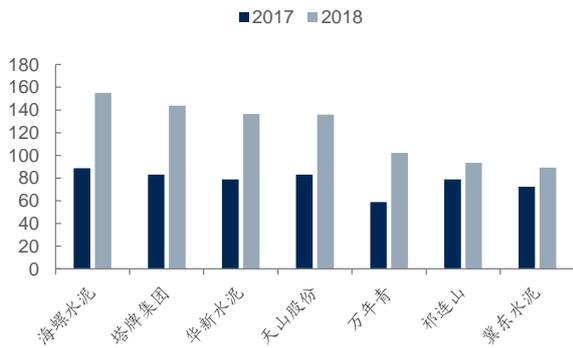
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 2019Q1 水泥企业毛利率和净利率保持较高位置



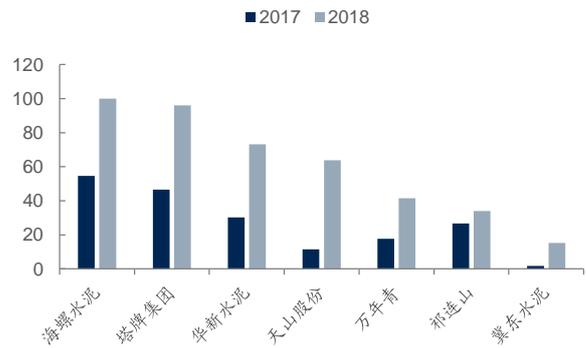
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 重点跟踪水泥企业近 2 年吨毛利对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 重点跟踪水泥企业近 2 年吨净利对比



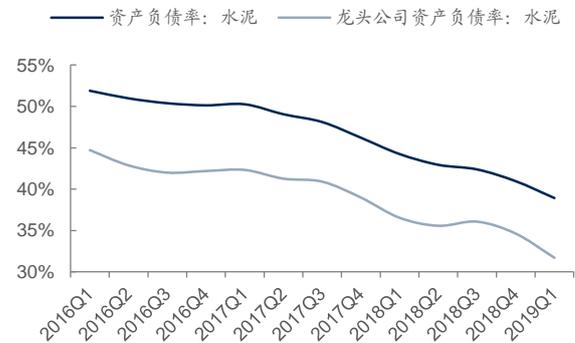
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 水泥企业经营活动现金流持续改善



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 水泥企业平均资产负债率持续下行



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

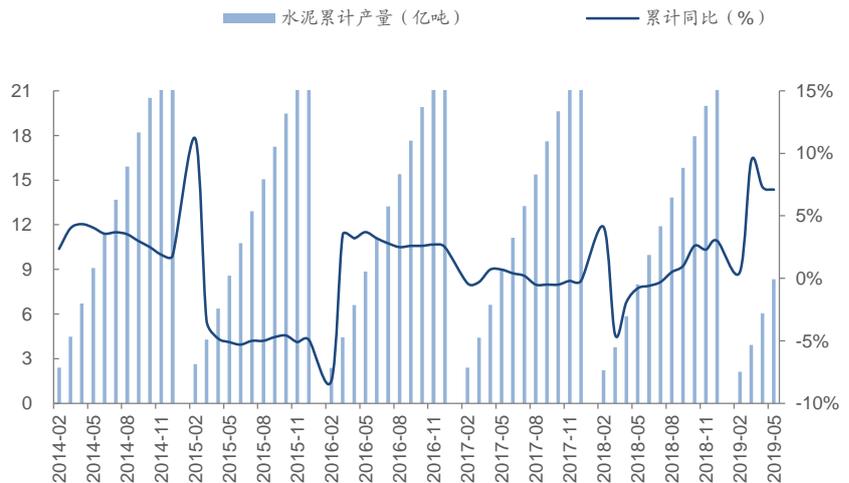
水泥需求超预期，价格中枢上移，市场悲观预期逐步修复

受益于基建托底提振，叠加地产需求维持韧性，水泥产量保持良好增长势头。1-5 月全国水泥累计产量 8.33 亿吨，同比增长 7.1%，增速较 1-4 月回落 0.2 个百分点，其中 5 月单月产量 2.27 亿吨，同比增长 7.2%，增长幅度可观。

水泥需求超预期带来价格稳步抬升，价格中枢进一步上移。截至 6 月 14 日，全国高标水泥平均价为 439.9 元/吨，较去年同期上涨 0.6%，年初至今均价为 443.8 元/吨，较去年全年均价（435.7 元/吨）提高 1.9%。同时，盈利中枢也继续抬升至历史高位，年初至今水泥煤炭价格差均值较去年全年高 2.16%

在去年水泥盈利创新高的背景下，年初以来市场一致预期 2019 年水泥价格中枢将出现一定程度回落，企业盈利将有所放缓，并对未来盈利保持谨慎态度。目前来看，年内首个价格低点已基本锚定，价格中枢稳步上移，市场悲观预期逐步修复，业绩预期修正有望进一步引导市场估值修复。

图 25: 2019 年 1-5 月水泥产量及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 26: 2019 年全国高标水泥均价中枢继续上移



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 27: 2019 年水泥煤炭价格差中枢继续抬升至历史高位



资料来源: 数字水泥网、WIND、国信证券经济研究所整理

表 2: 2019 年市场重点关注水泥企业的盈利预测逐步上调

证券代码	证券简称	2018		2019E					
		净利润(亿)	YoY	2018/12/31 预测	YoY	2019/2/1 预测	YoY	2019/6/17 预测	YoY
600585.SH	海螺水泥	298.14	88.05%	310.81	4.25%	304.58	2.16%	317.74	6.57%
600801.SH	华新水泥	51.81	149.39%	52.59	1.49%	51.99	0.35%	57.57	11.10%
002233.SZ	塔牌集团	17.23	139.00%	20.88	21.20%	21.05	22.15%	19.72	14.43%
000401.SZ	冀东水泥	14.83	194.29%	18.91	27.50%	19.05	28.44%	25.74	73.54%
000877.SZ	天山股份	12.41	368.47%	10.77	-13.26%	11.02	-11.21%	15.69	26.46%
000789.SZ	万年青	11.38	145.89%	13.64	19.87%	13.74	20.74%	13.81	21.44%
600720.SH	祁连山	6.55	13.93%	8.62	31.62%	8.62	31.62%	8.54	30.35%
600449.SH	宁夏建材	4.28	26.97%	5.01	17.03%	5.01	17.03%	4.44	3.59%
000672.SZ	上峰水泥	14.72	85.91%	15.26	3.68%	15.25	3.58%	17.33	17.73%
	合计	431.36	99.81%	456.48	5.82%	450.30	4.39%	480.57	11.41%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

环保限产有增无减，错峰生产政策陆续发布

环保停限产动作频繁，供给受到明显抑制

作为供给侧改革的重要手段之一，近年来环保严控对水泥行业供给端产生明显影响。2019年以来，环保限产政策愈加频繁，全国各地因为大气污染等原因造成的环保问题屡次发生，多地多次启动重污染天气应急响应。

除因重污染天气引起的北方多个省市停产限产外，全国多个地区继续强调和要求重视水泥行业供给端的抑制，对压减和严禁新增产能、环保督查、重污染企业搬迁改造或关闭退出等方面做出明确指示，包括湖北省要求2019年压减水泥产能100万吨，南京市政府要求到2020年压减水泥产能448万吨等，山东省在4月16日到5月17日排除8个检查组赴16市开展为期一个月的大气污染重点整治专项行动等。

表 3：2019 年以来全国各地环保限产时间

时间	省市	机构	主要内容
2019年1月2日	河北石家庄	石家庄市重污染天气应急指挥部办公室	1月3日0时起启动重污染天气Ⅱ级应急响应，采取降低生产负荷、停限产、加强污染治理等措施，执行差异化错峰生产方案。
2019年1月8日	河北唐山	唐山市重污染天气应对指挥部	1月8日12时至14日24时，全市启动重污染天气Ⅱ级应急响应，除部分符合条件外其他水泥企业全部停产。
2019年1月22日	河北唐山	唐山市重污染天气应对指挥部	1月22日18时至25日8时，全市启动重污染天气Ⅱ级应急响应。
2019年2月11日	陕西渭南	重污染天气应急指挥部	从2月11日12时起启动Ⅱ级应急响应，水泥粉磨站停止生产，混凝土搅拌站和砂浆搅拌站停止原材料运输。
2019年2月15日	河北省	河北省大气污染防治工作领导小组办公室	2月16日8时发布重污染天气橙色预警，全面启动Ⅱ级应急响应。
2019年3月6日	河南省	河南省应急厅	工地企业停、限产，其中部分地区3月停产。其中新乡市在三月底前启动最严格管控措施，要求全市所有商砼、干粉砂浆企业一律停产到三月底。
2019年3月29日	河北唐山	唐山市人民政府办公室	4月1日至30日，特殊情况外水泥窑企业和粉磨站停产时间不少于15天。
2019年4月18日	河南省	河南省污染防治攻坚战领导小组办公室	安阳、鹤壁、新乡、濮阳4市于4月21日0时至25日24时所有涉及水泥、陶瓷行业的涉气企业停产，玻璃行业在保障安全的基础上最大限度实施限产。
2019年4月19日	山东省	山东省重污染天气应急管理工作小组	济南、淄博、枣庄、济宁、泰安、临沂、德州、聊城、滨州、菏泽八市4月21日0时起启动Ⅱ级应急响应，工业企业严格执行应急减排和污染防控措施。
2019年4月20日	河北省	河北省大气办	4月20日8时，石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸、辛集、雄安新区发布重污染天气橙色预警，预警期间水泥等可中断工序的建材行业实施停产措施，初定解除时间为25日18时。
2019年4月23日	河北省	河北省大气污染防治工作领导小组办公室	原本初定25日解除的重污染天气橙色预警，延长至月末（4月30日）。
2019年4月25日	山东菏泽	菏泽市大气污染防治工作指挥部办公室	4月26日00:00不再解除重污染天气橙色预警，继续维持Ⅱ级应急响应
2019年4月29日	河北唐山	唐山市政府	2019年5月1日至31日，4家企业因承担居民供暖任务2018、2019年秋冬季未停产，5月份实施全月停产；其他水泥熟料生产企业允许连续生产15天，其余时段停产。
2019年5月15日	芜湖市及下辖四县	芜湖市大气污染防治联席会议办公室	2019年5月15日至24日进行紧急管控，针对水泥等行业要求严格落实减排要求，削减污染物排放，其中部分水泥企业限产50%和进行检修情况来减少对大气污染的排放量。
2019年5月31日	河北唐山	唐山市人民政府	2019年6月1日至30日，古冶区水泥熟料生产企业允许连续生产15天(生产时间安排在上半月)，滦州市水泥熟料生产企业允许连续生产15天(生产时间安排在下半月)，其余时段停产。达到《关于建立重点行业超低排放(深度治理)示范引领制度的通知》要求的企业以生产。处置污泥的企业按照核定处置污泥的最低负荷生产。
2019年6月16日	河北唐山	唐山市人民政府	2019年6月16日至30日期间,在严格执行《6月份大气污染防治强化管控措施实施方案》的基础上,进一步提级限产减排措施,丰润区、滦州市、古冶区、滦南县水泥熟料企业停产。

资料来源：各政府网站、数字水泥网、水泥地理、国信证券经济研究所整理

错峰政策陆续发布，错峰生产常态化

2019年以来，贵州、浙江、江苏、河南、山东、陕西等多省市相继公布错峰生产计划，在制定错峰生产时间安排基础上，为保证错峰生产的顺利推行，并出台了一系列保障措施，部分区域错峰停产更加严格。6月以来，各区域已陆续开启夏季错峰生产，错峰生产日益常态化。

表 4：2019 年以来全国各地陆续公布错峰生产计划

时间	发布机构	会议/文件	主要内容
2019年1月7日	贵州省工业和信息化厅、省生态环境厅	《关于做好2019年度水泥行业错峰生产的通知》	冬春季和高温、雨季、电煤保供、环境应急时段为错峰生产重要时段，其他月份为错峰生产调节时段。错峰生产天数：90-120天。
2019年1月14日	浙江省水泥协会	《2019年浙江省水泥行业错峰生产实施方案》	2019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，每条年错峰停窑时间65天。
2019年1月17日	唐山市政府	《2019年二三季度重点行业错峰生产方案征求意见稿》	方案将分为两个阶段实施三月全月、四月到九月。第一阶段包括：除涉及居民供热，处置生活污水的水泥窑外全部停产。第二阶段包括：4、8、9月份，轮流停产，每家停产时间不少于45天；5、6、7月份，每家停产时间不少于46天。
2019年1月25日	江苏省人民政府办公厅	《江苏省重污染天气应急预案》	停窑总天数65天，其中春节期间1月1日-3月31日停窑30天
2019年2月27日	河南省污染防治攻坚战领导小组	《河南省2019年大气污染防治攻坚战实施方案》	自2019年3月1日起，3月份停窑；4-5月份正常生产；6月份停窑；7-10月份正常生产；11-12月份停窑；2020年1-2月份正常生产。
2019年3月20日	山东省水泥行业协会	山东省水泥行业协会会员大会第三次会议暨2018年错峰生产工作总结会	全年计划错峰生产160天。其中秋冬季120天，夏季6月1日-20日和8月17日-9月5日主动错峰40天。
2019年4月3日	陕西省政府办公厅	《陕西省蓝天保卫战2019年工作实施方案》	关中地区：夏季（6月1日至8月31日），冬防期间（11月15日至来年3月15日）实施停产。
2019年4月11日	湖北省经信厅办公室	《关于下达2019年全省水泥企业错峰生产计划的通知》	42家企业58个生产线参与错峰生产，总停窑3790天，平均每条熟料生产线的停窑天数在65天。
2019年4月17日	山东省生态环境厅	《关于山东省水泥企业熟料生产线实施夏季错峰生产有关事项的复函》	夏季错峰生产时间：2019年6月1日至6月20日和8月17日至9月5日
2019年4月15日	临汾市大气污染防治行动指挥部办公室	《非采暖季重点区域差异化生产管控的通知》	2019年4月15日到9月30日，对一城三区实施差异化生产管控
2019年5月24日	山西省工信厅和生态环境厅	《关于2019年水泥熟料企业夏秋季错峰生产工作的指导意见》	2019年6月5日到9月13日分地区分阶段进行错峰生产，其中各地区夏季错峰生产时间20天，秋季错峰生产时间20天
2019年6月20日	河北省工信厅	《河北省建材工业协会<关于恳请支持全省水泥熟料企业实施夏季错峰生产的函>的复函》	鼓励支持协会通过夏季两次错峰停窑减少污染物排放，维护水泥行业持续稳定健康发展的举措。夏季错峰生产分两次分别进行，2019年6月25日至7月4日和2019年8月1日至8月10日，共停窑20天

资料来源：各政府网站、数字水泥网、水泥地理、国信证券经济研究所整理

2019年下半年水泥展望——稳定依然是主基调

我们自2017年以来即提出水泥行业有望进入中长期“新均衡”状态，即在需求逐步放缓且速率可控的背景之下，水泥行业当达到一定的集中度之后，因其较强的供给端控制能力，龙头企业引导行业通过错峰、协同生产等方式进入价格联盟，使得行业商品价格表现出较强韧性，价格波动减弱，库存控制力加强，企业盈利波动减弱。在这样的背景之下，企业有望通过减量保价的手段使得行业整体盈利相对稳定在某个合理的区间内。展望2019年下半年，宏观需求仍存在下行压力，但预计需求端风险可控，不存在崩塌风险，加之水泥行业自身较强的供给调节能力，预计下半年有望继续维持相对稳定的局面。

关注行业进入净现金状态或者即将进入净现金状态的企业

前期我们也通过多篇行业专题阐述了水泥行业新均衡之下企业盈利及报表的演变，即水泥价格和企业业绩均表现出较强韧性，现金流持续大幅改善，同时在供给严控和去杠杆政策下，企业进一步扩张和再投资进程放缓，资本开支大幅下降，杠杆率也快速下降。随着经营性现金流增加、资本开支减少，企业有望进入净现金状态，分红意愿将明显提升，企业估值安全边际有望提升，价值属性将进一步加强。关注行业进入净现金状态或者即将进入净现金状态的企业。

关注区域的结构化差异带来的投资机会

除此之外，从区域上看，因受大范围及持续的降雨天气影响，今年南部地区市场需求受到一定抑制，北方区域表现相对较强，标的选择和配置上可以向北方

区域的水泥龙头企业倾斜；同时，随着基建补短板逻辑不断深化，基础设施建设相对薄弱的中西部地区在基建领域将具备显著弹性，区域内贫困地区的乡村振兴、交通骨干网络特别是中西部铁路、公路等建设，有望对区域水泥需求形成明显支撑，密切跟踪相关区域的政策规划及落地进程；关注一些热点区域的政策潜力及推动进程，如雄安新区、京津冀、粤港澳大湾区等。

玻璃——整体处于筑底态势，静候再均衡

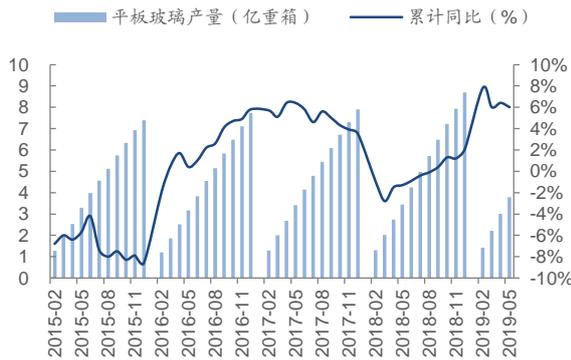
行业运行成色不足，整体处于筑底态势

玻璃价格持续下行，库存压力阶段性凸显

年初以来，在需求增量有限背景下，受供给端复产和新建投产超预期，同时部分到期生产线推迟冷修，产能缩减低于预期，阶段性供给压力凸显，玻璃价格延续下行趋势，并呈现出淡季库存高企迹象。

截至6月14日当周，全国主要城市浮法玻璃现货平均价为73.61元/重箱，同比下滑8.04%，年初至今均价75.74元/重箱，较2018年全年（80.4元/重箱）下滑5.82%，国内重点省份玻璃生产线库存3020重箱，较去年同期减少562重箱，压力小幅缓解，但仍处于近年相对高位。

图 28: 平板玻璃产量同比大幅增长



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 29: 浮法玻璃销量持续同比负增长



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 30: 玻璃在产产能及产能利用率



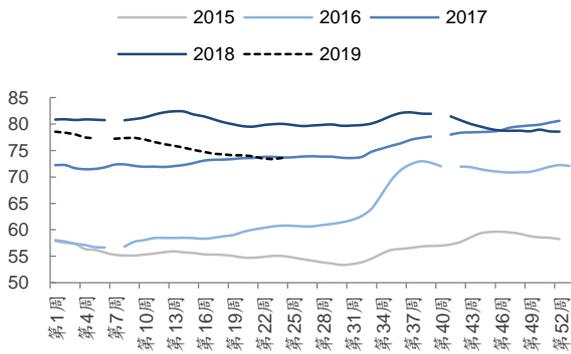
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 31: 2019 年玻璃现货价格中枢下移



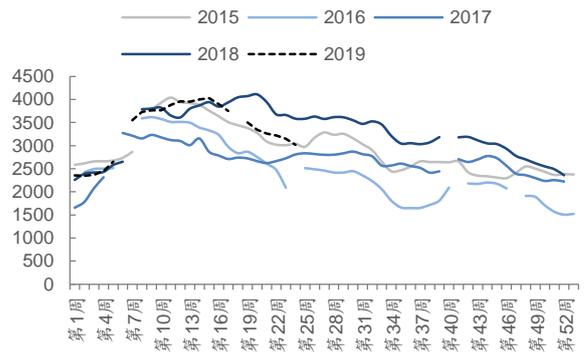
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 32: 玻璃价格延续下行趋势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 33: 国内重点省份玻璃生产线库存阶段性高企



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

玻璃生产成本主要集中于纯碱和燃料, 随着近两年纯碱价格弹性放大, 纯碱价格成为影响玻璃利润的重要因素。年初以来, 纯碱价格波动振幅收窄, 价格中枢小幅上移, 玻璃-纯碱重油价格差继续回落, 盈利空间进一步收窄。

图 34: 2016 年以来纯碱价格中枢持续上移



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 玻璃-纯碱重油价格差中枢进一步收窄

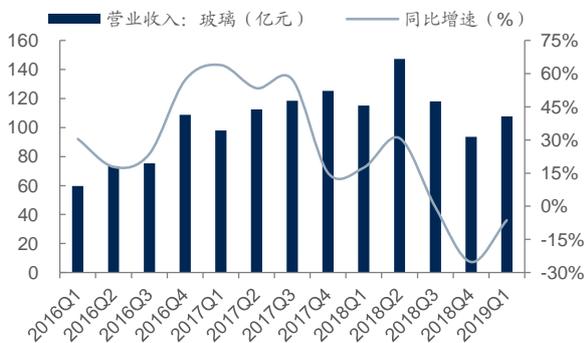


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利承压, 行业内部分化加剧

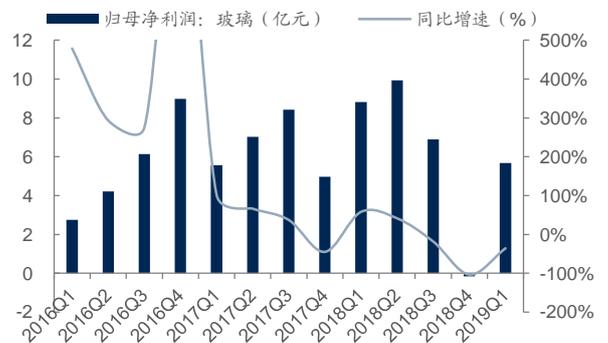
行业运行低于预期, 收入、盈利增速放缓, 盈利能力、现金流承压。截至 2019Q1, 我们统计的 11 家玻璃板块上市公司共实现营业收入 107.7 亿元, 同比下滑 6.4%, 实现归母净利润 5.7 亿元, 同比下滑 35.5%, 连续 3 个季度同比负增长, 现金流同步承压。盈利能力和偿债能力进一步分化, 龙头企业优势明显。

图 36: 玻璃企业营业收入持续负增长



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 37: 玻璃企业归母净利润延续下滑态势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (2016Q4 同比增速为 969.8%)

图 38: 2019Q1 玻璃企业毛利率进一步分化



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 2019Q1 玻璃企业净利率均呈现不同程度改善



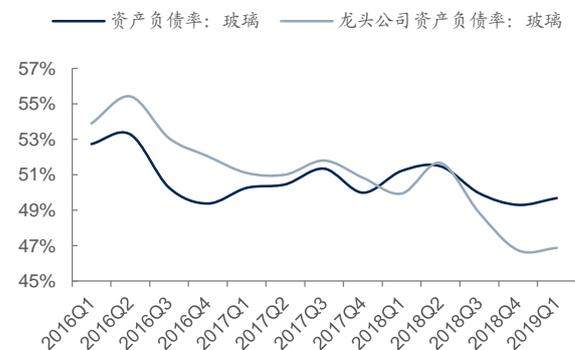
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 40: 玻璃企业经营活动现金流持续承压



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 41: 玻璃企业龙头公司加速去杠杆



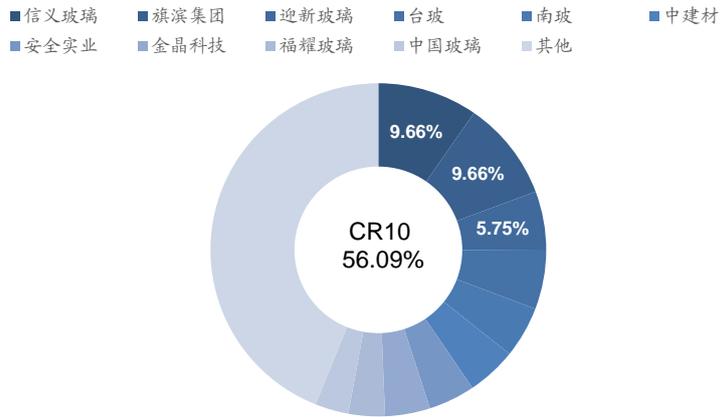
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

预期与现实继续博弈，但冷修周期逻辑依然存在，静待再均衡

在需求整体进入下行周期的背景下，供给成为决定价格走势变动的关键因素。由于玻璃行业市场集中度偏低，在缺乏明确政策干预情况下，产能主动收缩的动能相对较低，停产时点取决于企业现金流情况，尤其在环保因素导致复产成本大幅增加的情况下，生产线冷修停产意愿进一步降低。尽管玻璃企业可以通过热修方式一定程度延缓窑炉寿命，但仍需通过冷修彻底解决耐火材料腐蚀等问题，以保证产品质量稳定和生产安全。

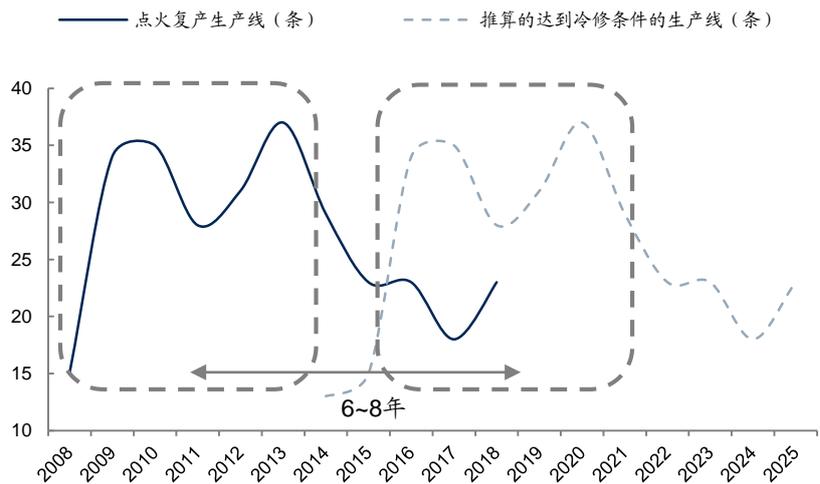
5月以来，冷修停产的玻璃生产线明显增多。6月10日，邢台市大气污染防治工作领导小组发文，自6月10日-7月10日开展为期一个月的大气污染防治强化攻坚行动，要求安全实业、正大玻璃、长城玻璃、德金玻璃、鑫利玻璃和海生玻璃6条以煤为燃料的生产线立即停炉改造；19日开始沙河地区开始限产16%，以回应前期集中停产6条线的政策，目前大部分生产企业已开始执行此政策。整体来看，玻璃自然冷修周期的逻辑依然存在，随着价格下跌、盈利持续收窄，有望加速企业冷修停产进程，从而带来供给端的明显收缩，有利于行业实现再均衡，同时环保趋严有望进一步加速行业供给出清。

图 42: 2018 年浮法玻璃行业前十大企业集中度



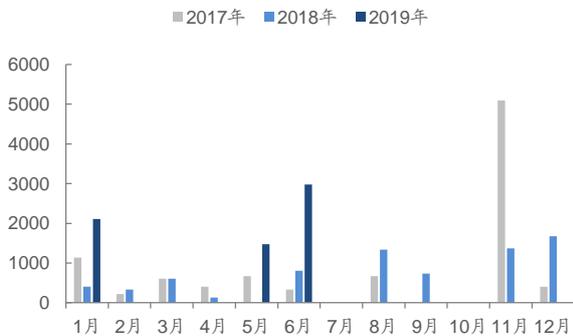
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 43: 2009 年前后点火投产的玻璃生产线将在近两年冷修停产



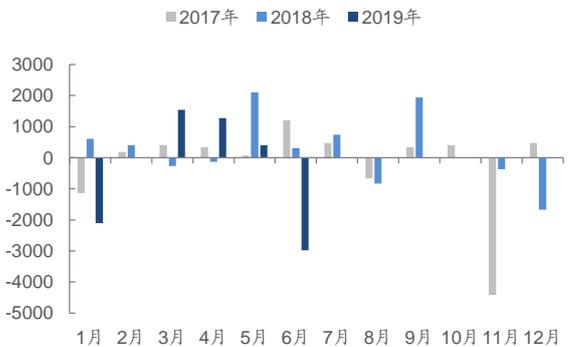
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 44: 近 3 年玻璃行业各月冷修产能对比 (万重箱)



资料来源: 中国玻璃期货网、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 45: 近 3 年玻璃行业各月净增加产能对比 (万重箱)



资料来源: 中国玻璃期货网、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

2019 年下半年玻璃展望——静待再均衡，布局超跌优质股

综上所述，从需求端看，随着前两年房地产开工项目施工进度的逐步推进，预计下半年竣工增速缓慢回升可期，但回升强度受制于宏观货币环境及开发商预期，同时，年初以来资本市场对竣工增速恢复预期较为强烈，这一点在产业链相关个股估值强劲修复已充分体现，而现实中房地产调控政策仍趋紧，货币政策未走大水漫灌的老路，最终竣工增速的恢复强度恐与市场预期存在一定偏差。从供给端看，玻璃自然冷修周期的逻辑依然存在，随着价格下跌、盈利持续收窄，有望加速企业冷修停产进程，从而带来供给端的明显收缩，同时环保趋严有望进一步加速行业供给出清。因此，下半年玻璃行业供求双方面的演变均需要进一步的跟踪和观察，期待再均衡。

从估值上看，年初以来玻璃板块上市公司受益竣工预期提升，股价表现活跃，但在需求持续不及预期，同时复产和新建投产超预期背景下，阶段性供给压力凸显，股价大幅回调至年初水平。当前股价已基本反映了下半年供需持续趋弱的悲观预期，估值水平偏低，龙头公司估值已进入安全边际区域，配置价值凸显，且龙头企业产品升级战略亦在稳步推进，建议逢低布局，坚守价值。

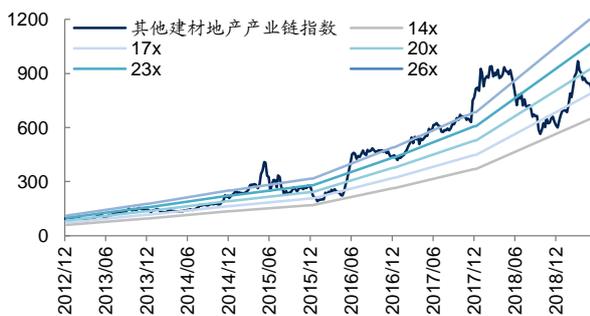
其他建材——拥抱价值，立足长远

地产后周期企业：关注地产运行边际变化，寻找超跌反弹

对于地产后周期企业，如防水材料、塑料管材、瓷砖、涂料等，受地产销售、投资及竣工等影响，业绩增速、现金流等方面均会呈现相应的周期性波动。虽然部分领域龙头公司凭借长期以来形成的渠道、品牌、服务等行业优势地位，表现出一定的抗周期性，但是中短期仍无法完全脱离地产周期的运行实现穿越周期的高速增长。因此若需求端持续承压，或将使得此类企业的增长中枢放缓，这也是当市场对地产投资相对悲观时，相关标的会出现超跌的原因之一。

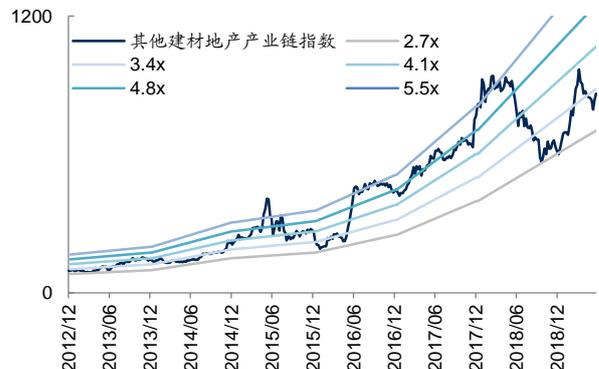
我们在发布 2019 年年度策略时，部分企业估值已降至历史最低水平附近，我们提出“寻找优质标的超跌反弹的机会，逢低逐步加仓在细分领域已具备渠道、品牌、服务等优势的龙头优质公司”，上半年行情演绎完全符合我们预期。但正如前文分析所提到的，上半年资本市场对房地产竣工预期较强，同时叠加 1-3 月活跃的资本市场环境，使得产业链相关个股表现强势，目前估值水平已回归至历史的中低位区间，后续将进入验证和兑现周期。因此对于下半年，我们认为：行业中长期集中度提升、龙头持续受益的大逻辑依旧存在，但需密切跟踪房地产行业数据运行，以及关注当需求逐步承压时各子板块间的分化表现，择机布局龙头优质公司，趋势明朗之后，分享企业长期成长的收益。

图 46：其他建材板块 PE Band



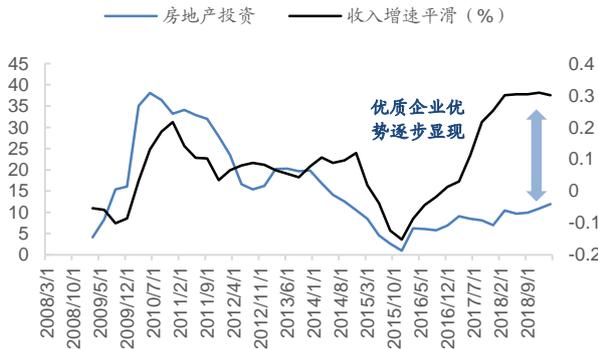
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 47：其他建材板块 PB Band



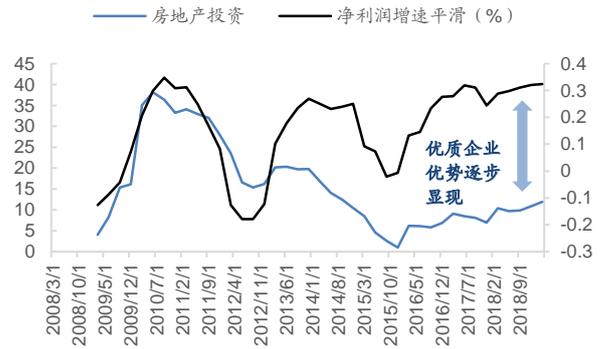
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 48: 地产投资增速与其他建材优质企业收入增速对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 49: 地产投资增速与其他建材优质企业净利增速对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

核心优势企业: 长线长投、逢低布局, 关注事件性催化

伴随我国建材工业发展, 目前已经形成了一批市占率高、技术全球领先的建材制造领军企业, 不仅拥有一流的技术和装备, 还具备先进的管理和经营优势, 并已开启全球扩张进程, 既是拓展新的发展空间, 又是向更高端发展的开始和实践, 开始收获寡头溢价, 典型企业为中国巨石和北新建材。此外, 若两材合并解决下属企业同业竞争问题在年内取得实质性进展, 将给相关企业股价带来事件性的催化作用。

其他细分领域企业: 专注“小而美”的精彩

在建材行业其他较小的细分领域, 还存在一些始终专注于自身擅长领域的低调隐形巨头, 通过勤勤恳恳的耕耘, 已在技术、品质、品牌和渠道等方面形成核心竞争力, 具有较强的市场竞争优势, 并开始尝试产业链延伸, 新一步拓展市场空间, 成长潜力较大。建议结合行业和企业发展, 关注“小而美”的精彩, 如玻纤制品领域的再升科技、建筑五金领域的坚朗五金。

暮色苍茫看劲松, 乱云飞渡仍从容

18 年四季度, 在市场极度悲观之时, 我们发报告提示“宏观需求环境危中有机, 最终需求或许没想象的那么差。”; 19 年一季度, 市场亢奋之时, 我们路演亦提示“或许没想象得那么好”。回顾过去 2-3 个季度的市场变化, 与过往周期相比, 宏观调控更加成熟, 手段灵活多变, 政策有的放矢, 宏观需求在总量上呈现“弱企稳”走势, 在结构上也在悄然改变, 我们认为这样的趋势或许还将延续一段时间。

对于非金属建材行业来说, 相对稳定的宏观需求、供给严控、环保政策等, 为行业内部不断推进产业结构化优化提供了较好的客观环境。这些行业的变化在不同子行业内表现各不相同, 我们在 2018 年的多篇行业专题深度中已分别详细阐述, 此处不再赘述。只要这些变化持续存在并延续, 头部企业的优势将持续被拉大, 只要相信这些变化还会延续, 又没有短期的业绩考核要求, 那么标的选择似乎将变得相对简单, 暮色苍茫看劲松, 乱云飞渡仍从容。

基于前文的分析, 我们对各子行业判断如下:

水泥行业: 稳定依然是主基调, 区域间略有分化

我们自 2017 年以来即提出水泥行业有望进入中长期“新均衡”状态, 即在需求逐步放缓且速率可控的背景之下, 水泥行业当达到一定的集中度之后, 因其较强

的供给端控制能力，龙头企业引导行业通过错峰、协同生产等方式进入价格联盟，使得行业商品价格表现出较强韧性，价格波动减弱，库存控制力加强，企业盈利波动减弱。在这样的背景之下，企业有望通过减量保价的手段使得行业整体盈利相对稳定在某个合理的区间内。展望 2019 年下半年，宏观需求仍存在下行压力，但预计需求端风险可控，不存在崩塌风险，加之水泥行业自身较强的供给调节能力，预计下半年有望继续维持相对稳定的局面。

关注行业进入净现金状态或者即将进入净现金状态的企业，**推荐行业龙头海螺水泥、华新水泥、塔牌集团等**

除此之外，从区域上看，因受大范围及持续的降雨天气影响，今年南部地区市场需求受到一定抑制，北方区域表现相对较强，标的选择和配置上可以向北方区域的水泥龙头企业倾斜；同时，随着基建补短板逻辑不断深化，基础设施建设相对薄弱的中西部地区在基建领域将具备显著弹性，区域内贫困地区的乡村振兴、交通骨干网络特别是中西部铁路、公路等建设，有望对区域水泥需求形成明显支撑，密切跟踪相关区域的政策规划及落地进程；关注一些热点区域的政策潜力及推动进程，如雄安新区、京津冀、粤港澳大湾区等。**推荐冀东水泥、金隅集团、祁连山、天山股份。**

玻璃行业：期待再均衡，布局超跌优质股

从需求端看，随着前两年房地产开工项目施工进度的逐步推进，预计下半年竣工增速缓慢回升可期，但回升强度受制于宏观货币环境及开发商预期，同时，年初以来资本市场对竣工增速恢复预期较为强烈，这一点在产业链相关个股估值强劲修复已充分体现，而现实中房地产调控政策仍趋紧，货币政策未走大水漫灌的老路，最终竣工增速的恢复强度恐与市场预期存在一定偏差。从供给端看，玻璃自然冷修周期的逻辑依然存在，随着价格下跌、盈利持续收窄，有望加速企业冷修停产进程，从而带来供给端的明显收缩，同时环保趋严有望进一步加速行业供给出清。因此，下半年玻璃行业供求双方面的演变均需要进一步的跟踪和观察，期待再均衡。从估值上看，当前股价已基本反映了下半年供需持续趋弱的悲观预期，估值水平偏低，龙头公司估值已进入安全边际区域，配置价值凸显，且龙头企业产品升级战略亦在稳步推进，建议逢低布局，坚守价值，推荐行业内优质龙头企业旗滨集团、信义玻璃。

其他建材：拥抱价值，立足长远

其他建材行业种类繁多，属性各异，我们大致将其分为以下三类：

对于地产产业链上的建材企业，多数具有“大行业，小公司”的属性，部分龙头企业通过长期的发展已经形成自身在渠道、品牌、服务等领域的核心优势，因此中长期看，我们预计行业集中度提升、龙头持续受益的大逻辑依旧存在。但上半年资本市场对房地产竣工预期较强，同时叠加 1-3 月活跃的资本市场环境，使得产业链相关个股表现强势，目前估值水平已回归至历史的中低位区间，后续将进入验证和兑现周期。因此对于下半年，我们认为：行业中长期发展大逻辑依旧存在，但边际上需密切跟踪房地产行业数据运行，以及关注当需求逐步承压时各子板块间的分化表现，择机布局龙头优质公司，趋势明朗之后，分享企业长期成长的收益。**推荐东方雨虹、伟星新材、三棵树、帝欧家居、中国联塑。**

伴随我国建材工业发展，目前已经形成了一批市占率高、技术全球领先的建材制造领军企业，不仅拥有一流的技术和装备，还具备先进的管理和经营优势，

并已开启全球扩张进程，既是拓展新的发展空间，又是向更高端发展的开始和实践，开始收获寡头溢价，推荐**中国巨石和北新建材**。此外，若两材合并解决下属企业同业竞争问题在年内取得实质性进展，将给相关企业股价带来事件性的催化作用。

在建材行业其他较小的细分领域，还存在一些始终专注于自身擅长领域的低调隐形巨头，通过勤勤恳恳的耕耘，已在技术、品质、品牌和渠道等方面形成核心竞争力，具有较强的市场竞争优势，并开始尝试产业链延伸，新一步拓展市场空间，成长潜力较大。建议结合行业和企业发展，关注“小而美”的精彩，推荐**微玻纤制品领域的再升科技、建筑五金领域的坚朗五金**。

风险提示

- (1) 宏观经济快速下行导致行业需求端出现超预期下滑；
- (2) 行业价格受到行政干预；
- (3) 产能限制政策松动，供给超预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2018
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
600585	海螺水泥	买入	40.15	5.63	6.23	6.44	7.14	6.45	6.23	1.79
600801	华新水泥	买入	19.29	2.47	2.78	3.02	7.81	6.94	6.39	2.28
002233	塔牌集团	买入	11.54	1.45	1.79	2.03	7.98	6.46	5.68	1.46
000401	冀东水泥	买入	17.08	1.10	2.01	2.23	15.52	8.49	7.65	1.64
000672	上峰水泥	买入	11.97	1.81	2.13	2.31	6.61	5.62	5.18	2.55
000877	天山股份	买入	10.85	1.18	1.48	1.60	9.17	7.32	6.77	1.33
600720	祁连山	买入	8.50	0.84	1.12	1.24	10.08	7.59	6.86	1.14
600449	宁夏建材	买入	8.36	0.90	0.93	1.02	9.33	9.01	8.23	0.82
000546	金圆股份	买入	9.30	0.52	0.62	0.67	17.74	14.97	13.80	1.80
601992	金隅集团	买入	3.74	0.31	0.42	0.46	12.25	8.96	8.09	0.68
601636	旗滨集团	买入	3.71	0.45	0.36	0.47	8.26	10.32	7.94	1.28
000012	南玻 A	买入	4.66	0.16	0.19	0.21	29.07	24.64	22.00	1.42
600586	金晶科技	增持	3.22	0.05	0.10	0.12	58.69	31.72	27.58	1.10
002623	亚玛顿	增持	14.89	0.50	0.20	0.22	30.07	75.17	68.34	1.09
002066	瑞泰科技	增持	8.58	0.07	0.09	0.09	114.66	99.71	90.64	4.58
300160	秀强股份	增持	3.73	-0.39	0.13	0.15	-	27.65	25.13	2.45
000786	北新建材	买入	18.05	1.46	1.69	2.05	12.37	10.68	8.83	2.09
600176	中国巨石	买入	9.56	0.68	0.74	0.87	14.10	12.99	11.01	2.28
603601	再升科技	买入	7.88	0.23	0.34	0.47	34.84	23.46	16.88	4.03
002080	中材科技	买入	9.13	0.56	0.91	1.10	16.40	10.06	8.32	1.40
300196	长海股份	买入	9.05	0.62	0.76	0.88	14.60	11.84	10.27	1.52
002271	东方雨虹	买入	21.57	1.01	1.24	1.53	21.34	17.35	14.10	4.00
002372	伟星新材	买入	16.78	0.62	0.73	0.87	26.98	22.87	19.38	6.97
300599	雄塑科技	买入	10.95	0.67	0.84	1.05	16.32	13.00	10.44	2.27
002641	永高股份	增持	4.11	0.22	0.30	0.33	18.87	13.77	12.52	1.55
002791	坚朗五金	买入	15.73	0.54	0.83	1.13	29.38	19.02	13.88	1.88
603737	三棵树	买入	41.38	1.19	1.70	2.32	34.66	24.31	17.87	5.77
002798	帝欧家居	买入	18.02	0.99	1.35	1.69	18.25	13.35	10.65	2.09
603826	坤彩科技	买入	14.43	0.39	0.58	0.79	37.47	24.90	18.31	5.23
002718	友邦吊顶	增持	18.38	0.79	0.83	0.88	23.14	22.04	20.99	2.02
000910	大亚圣象	增持	10.80	1.31	1.47	1.61	8.25	7.37	6.70	1.36
002043	兔宝宝	买入	6.13	0.43	0.47	0.53	14.35	13.05	11.55	2.79
002398	建研集团	增持	6.40	0.36	0.52	0.64	17.79	12.36	9.96	1.73

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032