

去伪存真，强者恒强

太平洋建材中期策略报告

太平洋建材分析师：闫广
执业资格证书编码：S1190518090001

- ▶ **水泥：行业高景气度延续，龙头业绩存上修预期。**当前“房住不炒”依然是地产的主基调，2019H2地产拐点向下已经明确，但新开工向施工、竣工端有效传导，短期地产需求有韧性；同时，在政策托底下，基建复苏确定性提升，有效缓解地产下行带来的压力，整体需求仍将保持平稳，而错峰生产机制更加成熟，短期供给端可控，而行业高位运行近三年，南方水泥龙头盈利高位，但缺乏弹性，今年北方格局优于南方将延续，龙头企业弹性十足，优选有重点工程支撑的京津冀地区、长江经济带，建议关注**冀东水泥、华新水泥、海螺水泥、祁连山、天山股份**。
- ▶ **玻璃：逻辑仍在供给端，期待冷修高峰期。**2019H1需求端表现比较稳定，随着地产新开工向竣工端传导，2019H2竣工端或有好转，但地产处于下行周期，竣工对于需求端拉动不可过于期待，我们认为，玻璃的逻辑依然在供给端，若环保趋严或窑龄到期生产线集中进入冷修期，或带动价格向上弹性。建议关注**旗滨集团**。
- ▶ **玻纤：行业拐点渐行渐近，龙头差异化优势明显。**2018年行业新增产能逐步消化，当前价格导致小企业盈利困难，价格下跌空间有限；而需求端仍保持稳定增长，政策支撑下风电复苏确定性强，19年新增产能将大幅减少，行业拐点逐步来临。龙头企业拥有技术、规模、资源等多重优势，差异化战略优势明显。建议关注**中国巨石、中材科技**。
- ▶ **品牌建材：良币驱逐劣币时代，细分龙头市占率提升。**随着宏观经济整体承压，过去地产快速增长带来的红利已经大幅减弱，2019H2地产拐点向下，预计将会对品牌建材估值带来压力；但是对于细分行业龙头来说，其所在领域市占率依然比较低，天花板还足够高，而龙头企业拥有品牌、渠道、规模等优势，企业自身的“α”作用将充分体现，“良币驱逐劣币”背景下集中度提升，龙头企业进入新一轮成长，建议持续关注**东方雨虹、北新建材**等。

一

行情回顾

二

水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

三

玻璃：逻辑仍在供给端，期待冷修高峰期

四

玻纤：拐点渐行渐近，中长期买入良机

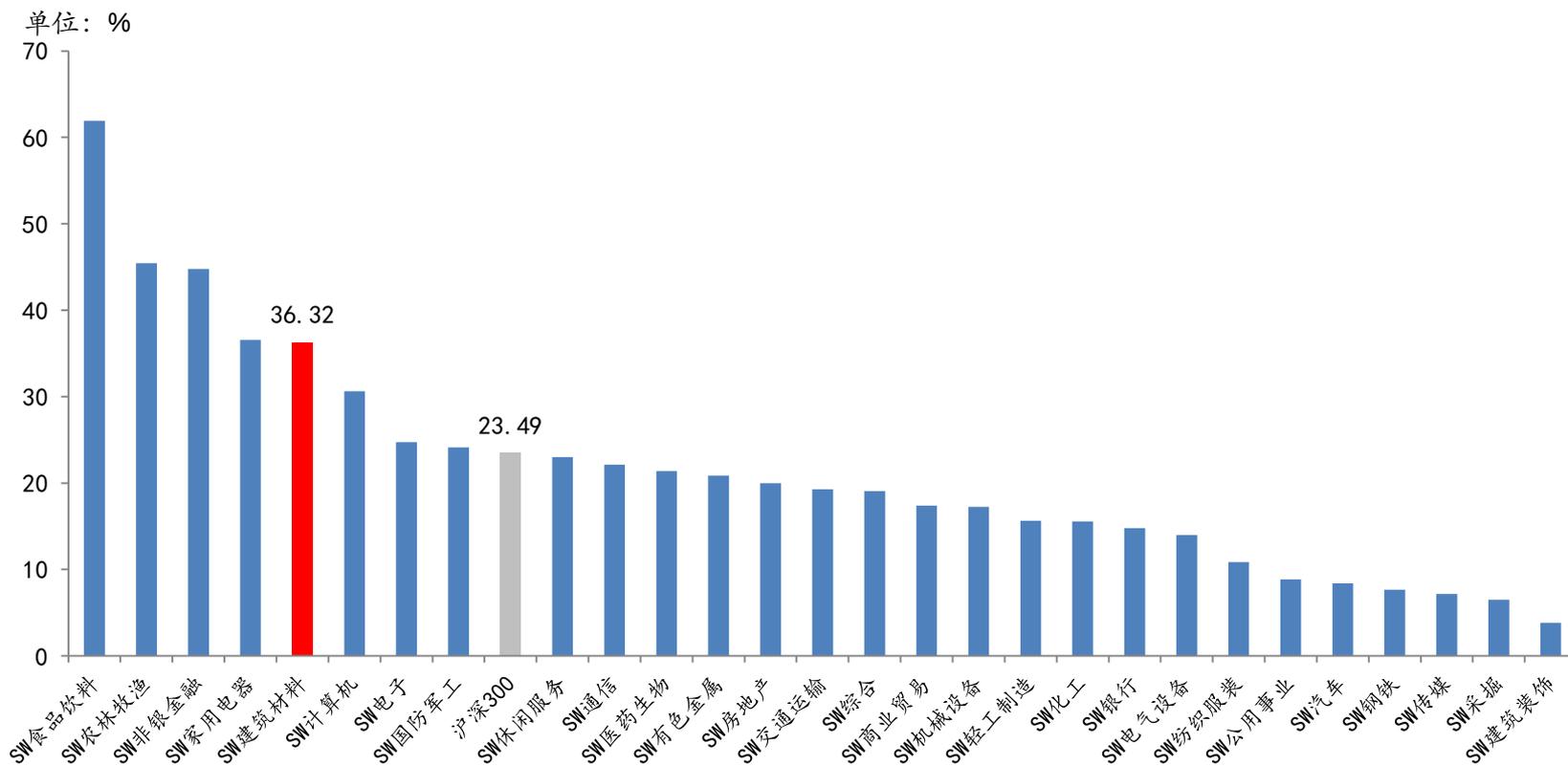
五

品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

一、行情回顾

- 2019年上半年，申万建材板块实现收益36.32%，位列申万一级板块涨跌幅第五位，跑赢沪深300指数12.83个百分点，同期沪深300指数收益为23.49%。

2019上半年申万建材板块涨幅



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

一、行情回顾

- 2019年建材板块整体呈现高开低走的态势，一季度在流动性宽松、贸易战缓和以及政策预期反转的背景下，板块触底反弹；而进入二季度之后，内外部环境不确定性增加，市场风险偏好降低，获利资金出逃导致板块震荡下行。

2019H1申万建材（指数）走势分析

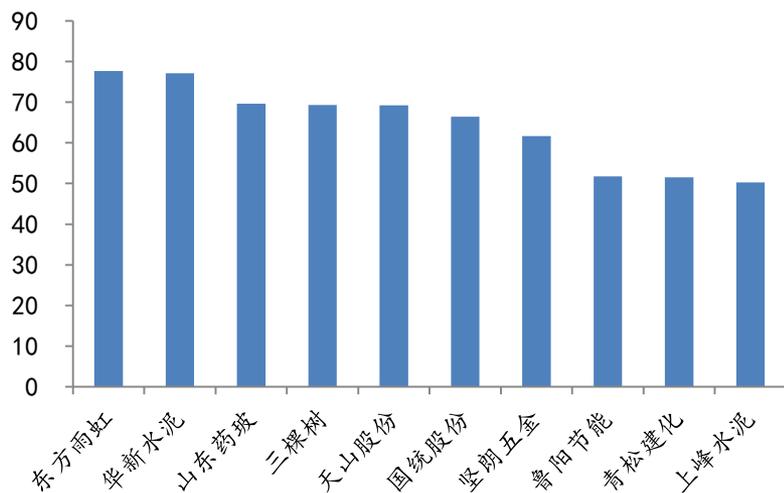


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

一、行情回顾

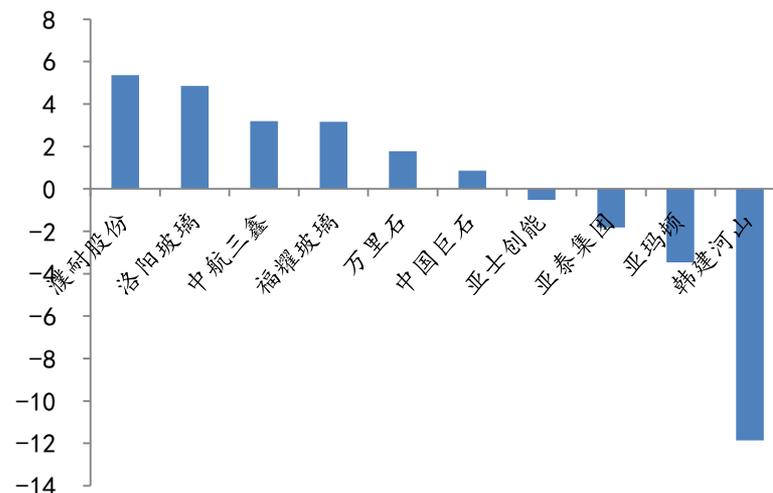
- 2019年上半年，**东方雨虹**（组织架构调整后，量质双升，上半年涨幅77.65%），**华新水泥**（湖北、云南维持高景气度，量价齐升业绩高增长，涨幅77.11%），**山东药玻**（+69.61%），**三棵树**（工程+零售双轮驱动，随着规模扩大，费用率逐步降低，成长性突出，上涨69.32%），**天山股份**（新疆地区错峰生产执行严格，需求触底反弹，供需格局改善业绩具有高弹性，上涨69.25%）等涨幅居前

2019H1建材板块涨幅前十（%）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2019H1建材板块涨幅后十（%）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

目录

一

行情回顾

二

水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

三

玻璃：逻辑仍在供给端，期待冷修高峰期

四

玻纤：拐点渐行渐近，中长期买入良机

五

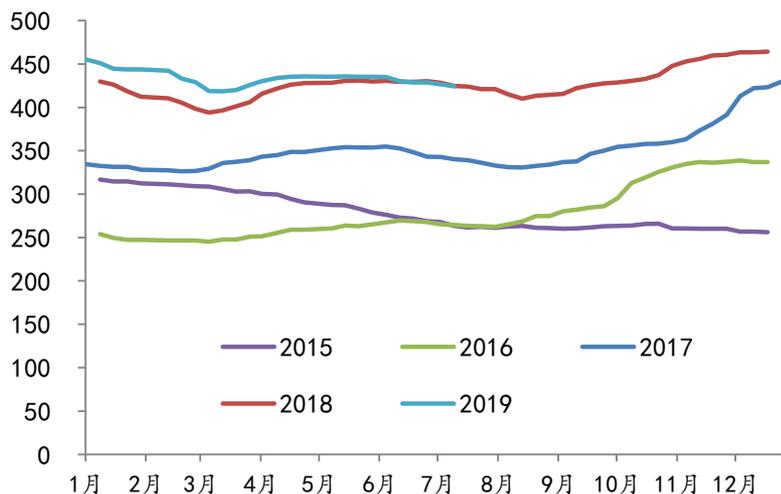
品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.1 2019H1价格维持高位，北方格局优于南方

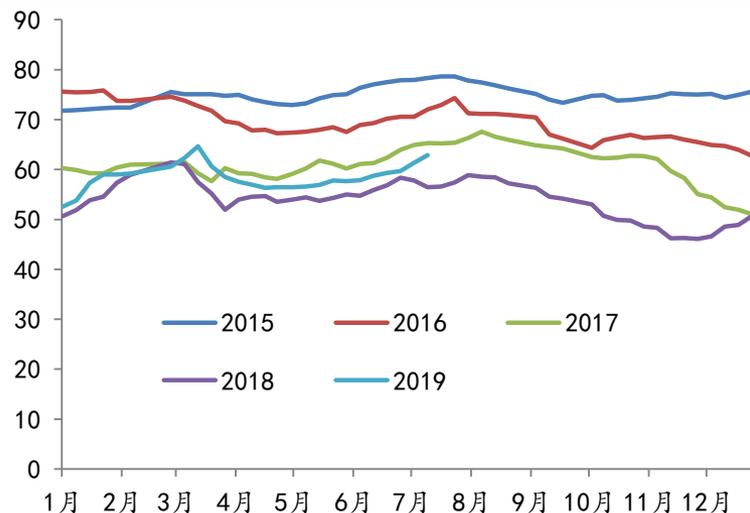
- 上半年，全国42.5标号水泥价格高于去年同期约15-20元/吨，一方面得益于18Q4价格高基数，另一方面上半年地产新开工超预期，需求旺盛，而错峰生产有序执行，行业整体维持高景气度，但区域分化加剧，北方格局好于南方。

全国42.5标号水泥均价（元/吨）



资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

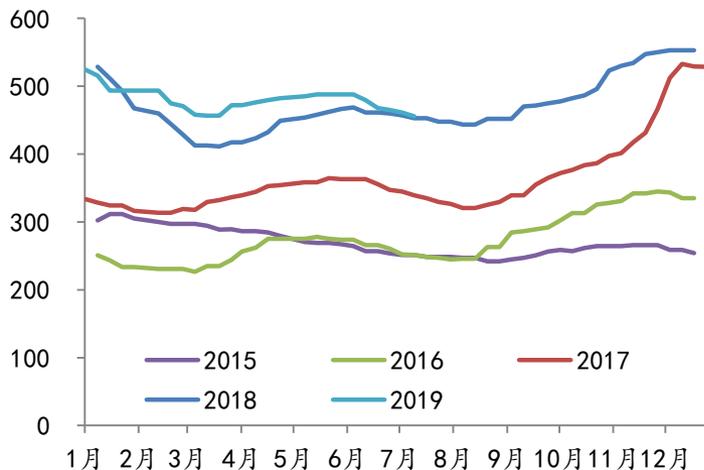
全国水泥熟料平均库存（%）



资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

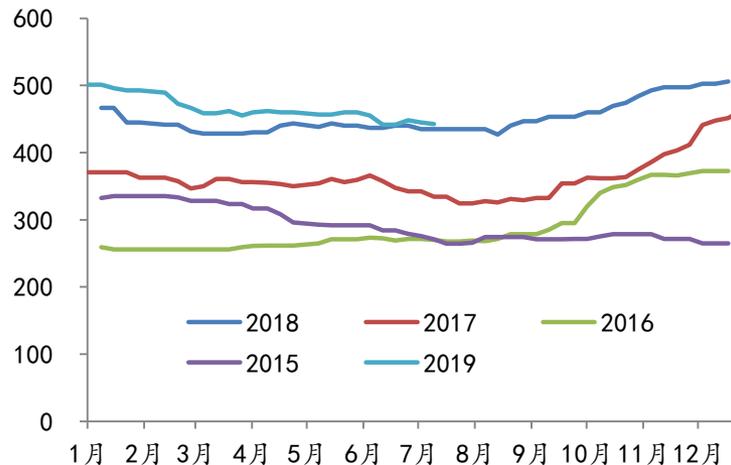
二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

华东地区42.5标号水泥均价（元/吨）



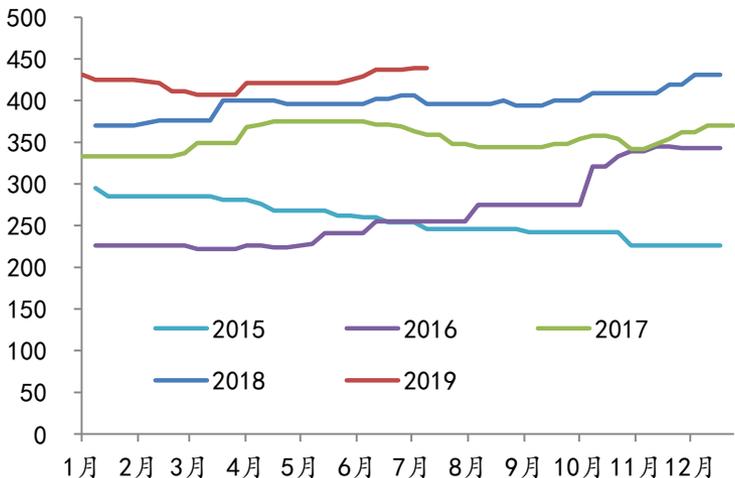
资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

中南地区42.5标号水泥均价（元/吨）

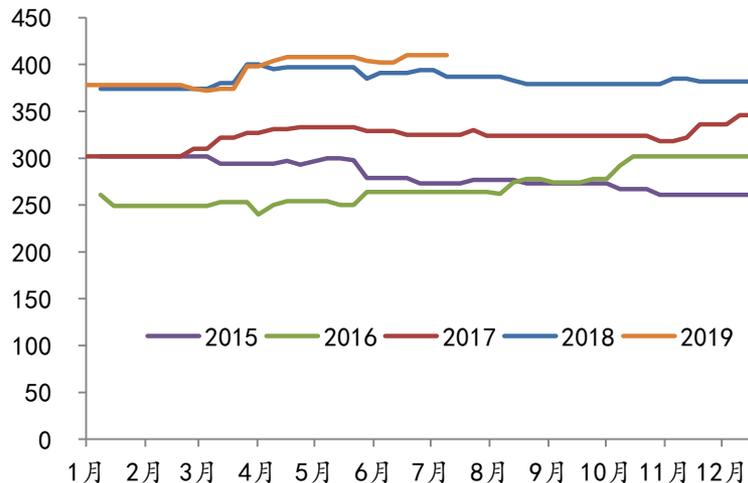


资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

华北地区42.5标号水泥均价（元/吨）



西北地区42.5标号水泥均价（元/吨）



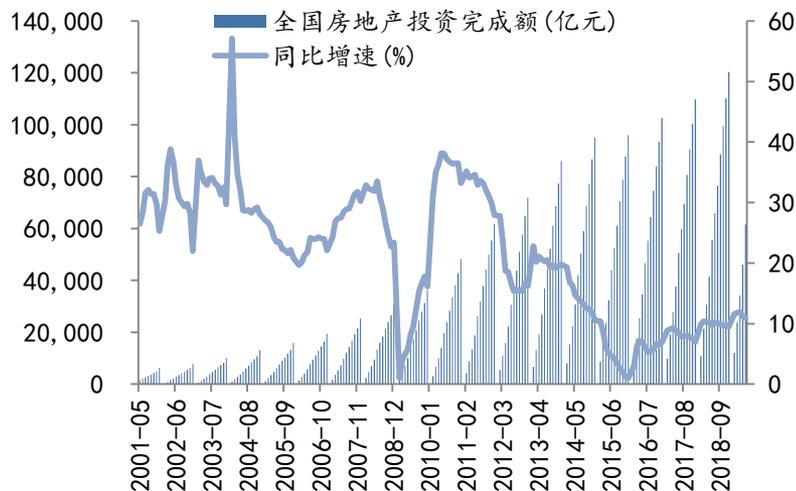
二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.2 “房住不炒”为地产政策主基调，2019H2地产投资增速承压

政策端

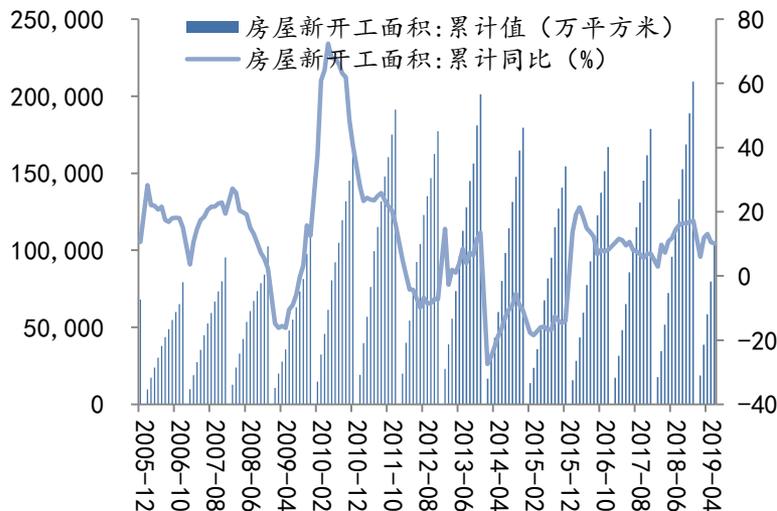
- 419政治局会议重提“房住不炒”
- 银保监会约谈信托公司提出加强地产信托防范意识，地产企业融资收紧
- 近期开封市住建局撤销“取消限售决定”，地产政策依旧偏紧

全国房地产投资完成额及增速



资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

全国房地产新开工及增速



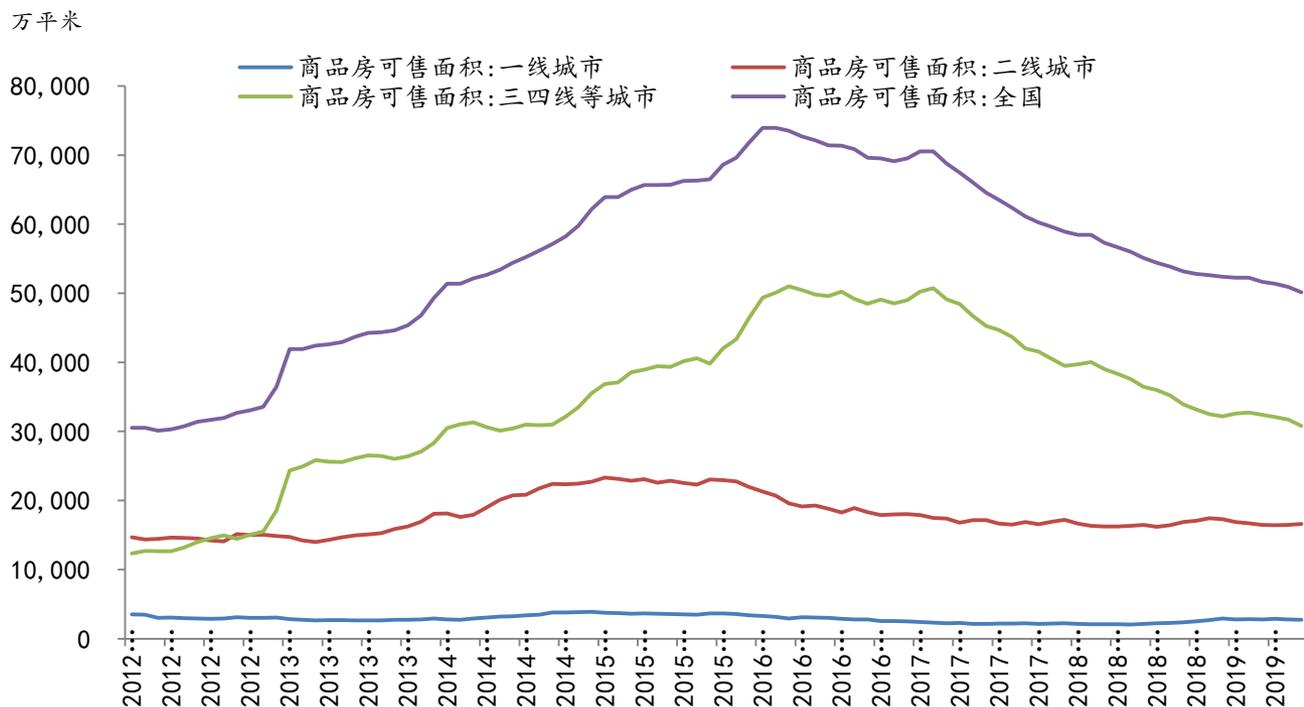
资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.2.1 2019年棚改规模大幅下滑加剧地产下行压力

- 2015年之后，三四线城市去库存明显快于一二线城市，主要得益于棚改货币化去库存，而三四线地产销售占全国销售总量的60%左右，随着棚改规模下降，叠加地产调控政策趋严，2019H2地产下行压力加大。
- 我们认为，5月份地产投资拐点向下，下半年地产承压，但新开工向施工、竣工端有效传导，短期地产需求仍有韧性，中期市场仍担忧需求回落风险。

三四线城市地产去库存明显快于一二线城市



二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.3 政策托底，基建复苏确定性增加

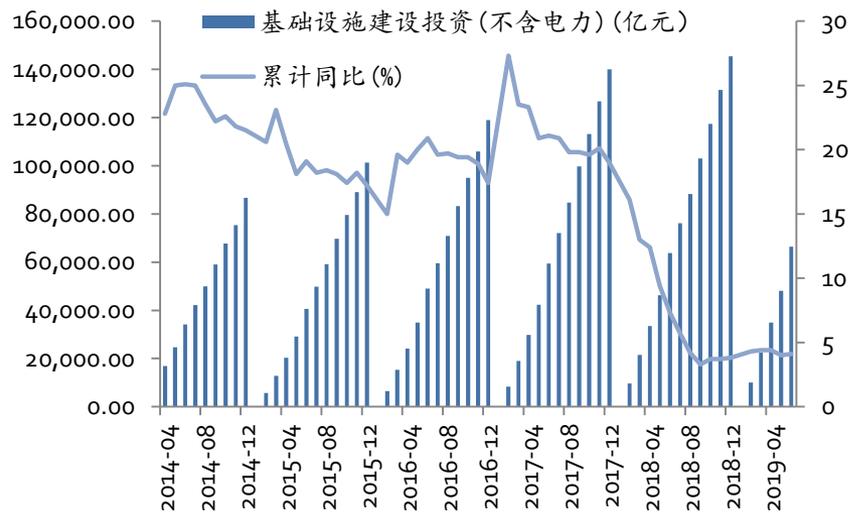
- 当前中央政府多次提出基建补短板，充分发挥逆周期调节作用，1-6月份基建投资累计增速4.1%，较2018H2略有回升，但仍处于底部；在政策托底下，基建复苏确定性增强，全年基建投资增速有望恢复到5-10%。

全国固定资产投资完成额同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

全国基建（不含电力）投资及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

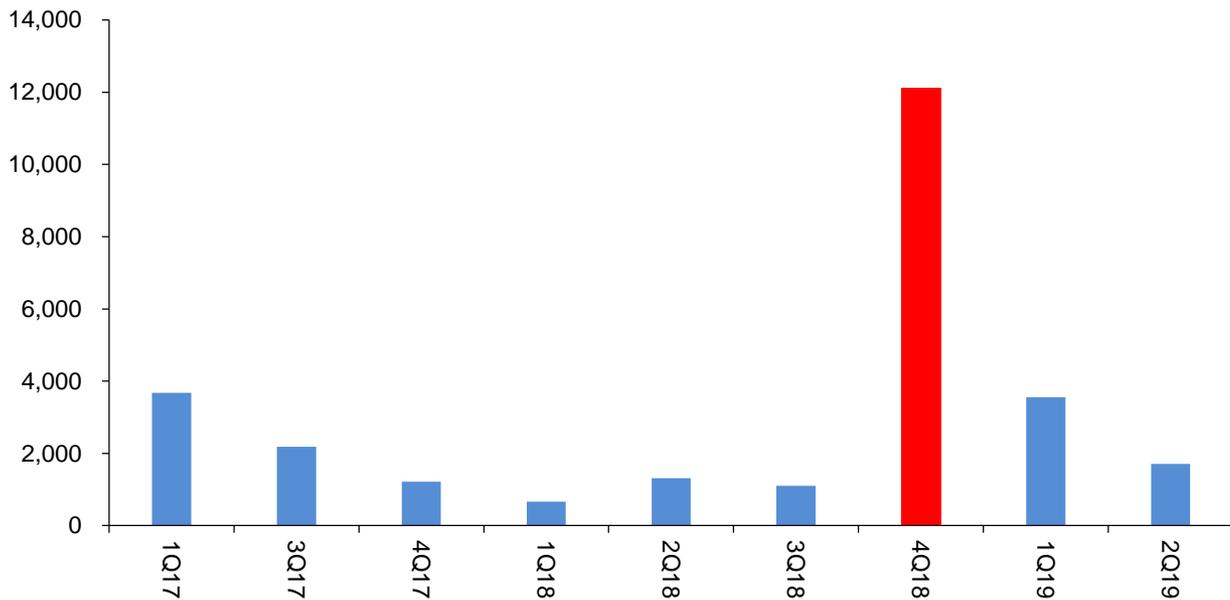
二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.3 政策托底，基建复苏确定性增加

- 自2018年下半年经济调控主要目标由去杠杆变为稳增长、稳内需后，发改委加速了重点项目审批。根据我们统计，2018年四季度发改委累计审批重点基建项目1.21万亿左右，2019年上半年基建项目审批投资额也高于2017年，体现了国家要充分发挥基建逆周期调节作用的决心。

各季度发改委审批基建重点项目投资额

(亿元)



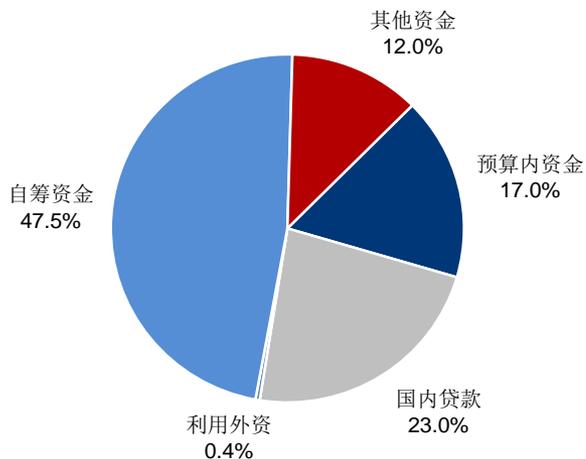
资料来源：发改委，太平洋证券研究院

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.3 政策托底，基建复苏确定性增加

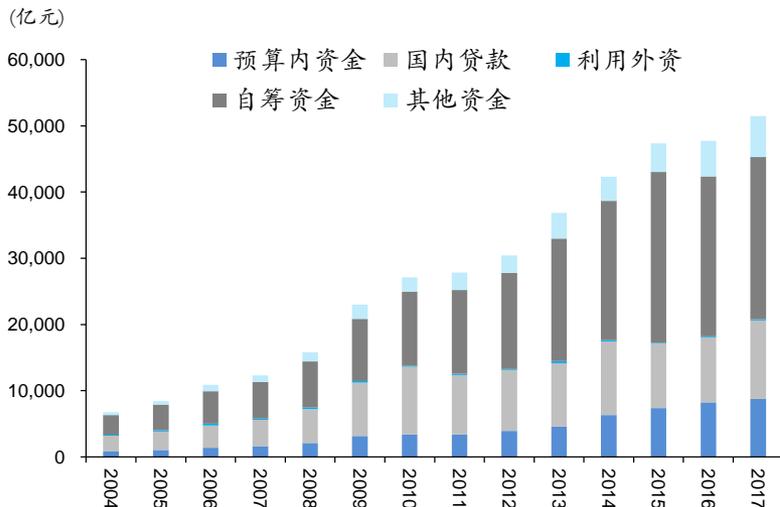
- 考虑到资金来源，我国交通运输、仓储、邮政业固定资产投资的主要来源是国家预算内资金（主要取决于税收状况）及自筹资金（主要包括政府性基金收入，PPP，专项债，铁道债，城投债，非标等）。展望2019H2，我们认为在稳杠杆、严监管背景下，预算内资金及自筹资金总增量将较为有限，专项债及PPP或是最有可能的增量来源。

2017年交运仓储邮政业固定资产投资来源划分



资料来源：Wind，统计局，太平洋证券整理

自筹资金及预算内资金占比逐步提升



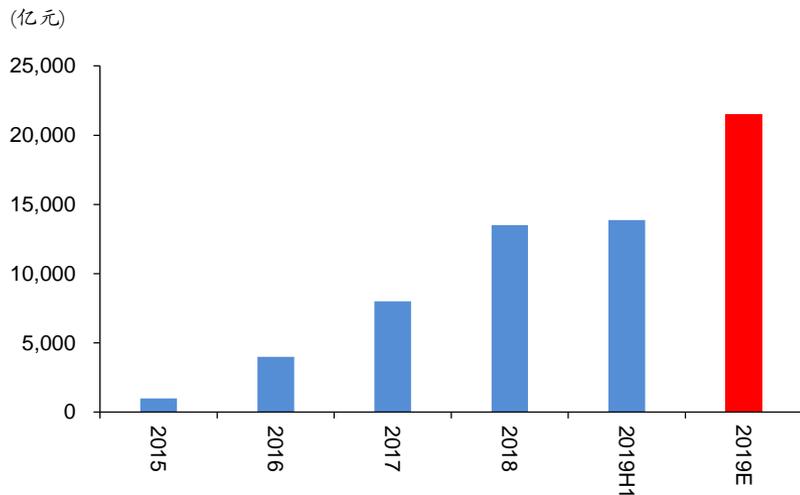
资料来源：Wind，统计局，太平洋证券整理

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.3 政策托底，基建复苏确定性增加

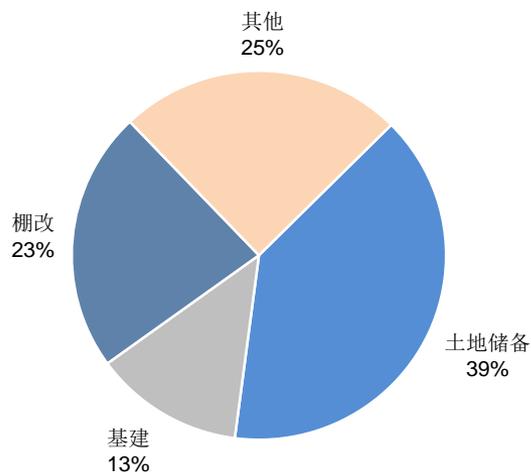
- 根据政府工作报告，2019年新增地方专项债规模2.15万亿元，同比增加8000亿元，其中上半年已新增专项债规模1.39万亿，而6月份新发行5267亿元，环比增加3965亿元，发行速度呈加快趋势，专项债成为基建投资最重要的增量资金之一。
- 同时，根据我们统计，2018年专项债仅13%左右用于基建，而未来随着棚改总量减少及进度趋缓，我们认为专项债投向基建建设的比例也将同步提升，从而进一步充实基建投资资金。

2019年计划新增专项债规模2.15万亿



资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

2018年新增专项债用途



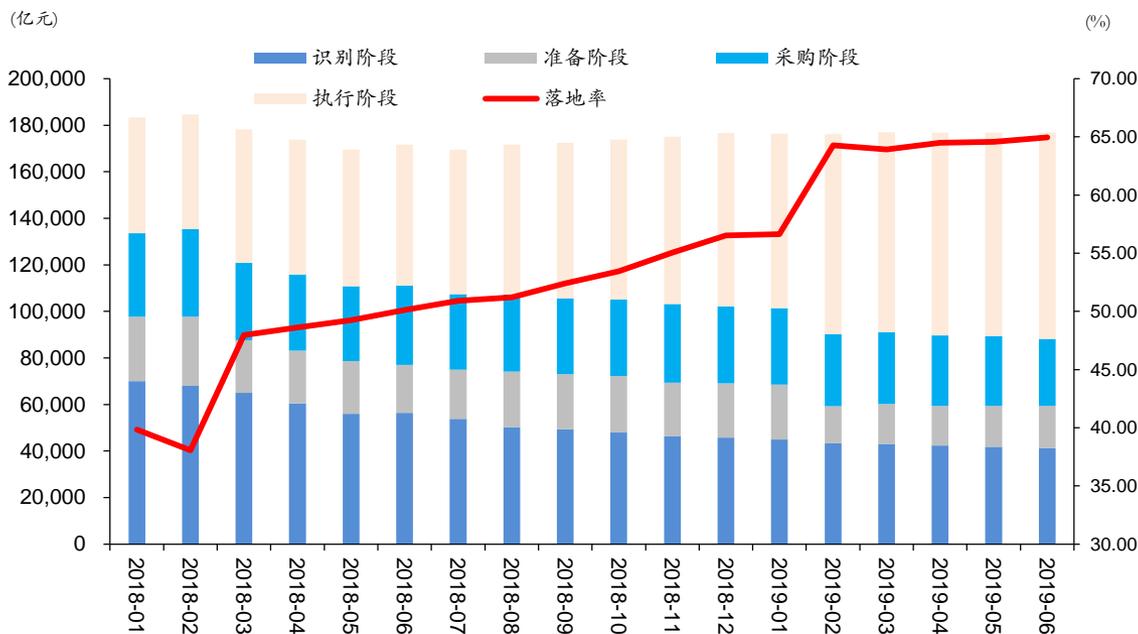
资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.3 政策托底，基建复苏确定性增加

- 根据我们按照政府支出10%红线测算，全国除部分西南省份外，多数地区PPP发展空间依旧充足，因此我们认为PPP融资弹性较大，也将是2019年基建增量资金主要来源。但随着PPP监管趋严，我们认为项目质量对于PPP商业模式也更加重要，有良好运营现金流的项目将获得更多的青睐，如轨交、高速公路等。

PPP各阶段投资额及项目落地率



资料来源：发改委，太平洋证券研究院

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.3 政策托底，基建复苏确定性增加 全国各地PPP空间测算

单位：亿元	2018财政支出	2019E财政支出	PPP支出红线	入库PPP项目投资额	估算PPP建设支出	估算PPP运营支出	总支出	增长空间
北京	7,176	7,535	753	2,002	67	144	211	257.3%
天津	3,105	3,260	326	446	15	32	47	594.0%
河北	7,720	8,106	811	4,260	142	307	449	80.6%
山西	4,285	4,499	450	1,214	40	87	128	251.8%
内蒙古	4,806	5,046	505	1,922	64	138	202	149.3%
辽宁	5,324	5,590	559	1,167	39	84	123	354.8%
吉林	3,790	3,980	398	2,548	85	183	268	48.3%
黑龙江	4,641	4,873	487	969	32	70	102	377.4%
上海	8,352	8,770	877	20	1	1	2	41527.8%
江苏	11,658	12,241	1,224	5,788	193	417	610	100.8%
浙江	8,628	9,059	906	7,386	246	532	778	16.4%
安徽	6,572	6,901	690	4,120	137	297	434	59.0%
福建	4,837	5,079	508	3,014	100	217	317	60.0%
江西	5,670	5,954	595	1,695	57	122	179	233.5%
山东	10,099	10,604	1,060	5,392	180	388	568	86.7%
河南	9,225	9,686	969	5,691	190	410	599	61.6%
湖北	7,258	7,621	762	4,460	149	321	470	62.2%
湖南	7,479	7,853	785	3,184	106	229	335	134.1%
广东	15,737	16,524	1,652	4,295	143	309	452	265.2%
广西	4,913	5,159	516	1,296	43	93	137	277.9%
海南	1,685	1,769	177	711	24	51	75	136.2%
重庆	4,541	4,768	477	559	19	40	59	709.8%
四川	9,718	10,204	1,020	4,757	159	343	501	103.6%
贵州	5,017	5,268	527	7,116	237	512	750	-29.7%
云南	6,075	6,379	638	7,036	235	507	741	-13.9%
西藏	1,973	2,072	207	97	3	7	10	1918.3%
陕西	4,833	5,075	507	2,810	94	202	296	71.5%
甘肃	3,774	3,963	396	722	24	52	76	421.1%
青海	1,648	1,730	173	164	5	12	17	901.7%
宁夏	1,431	1,503	150	481	16	35	51	196.6%
新疆	4,986	5,235	524	3,308	110	238	348	50.2%

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2019H2需求无忧，全年需求将保持平稳

- 展望2019H2，地产下行压力将逐步体现，而基建的提速可能对冲三四线城市潜在的地产下行风险，因此有重点工程支撑的区域需求有保障，京津冀地区、长江经济带是我们最看好的地区，一方面受棚改货币化影响较小，地产出现断崖式下滑风险较小；另一方面，重点工程有财政支持，项目落地率更高提供需求支撑。整体来看，我们认为全年水泥需求保持平稳。

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.4.1 错峰生产执行有序，当前供给可控

- 错峰生产执行愈发成熟，6-8月份淡季错峰生产时间和范围稳中有升，行业共识不断在提升，因此，在需求进入平台期的背景下，以错峰生产控产量的方式行之有效。

各省市夏季错峰生产计划

区域	地区	19年夏季停窑天数	限产时间	控制产能	18年限产时间
华北	山西	60天	2019年6月5日至2019年7月14日	19年6.5-6.24,共20天,停产地区:太原市、吕梁市、朔州市、临汾市;19年6.15-7.4,共20天,停产地区:晋城市、阳泉市、晋中市、运城市;19年6.25-7.14,共20天,停产地区:大同市、长治市、忻州市。实施范围为全省境内所有水泥熟料生产线(含特种水泥窑及协同处置危险废物水泥熟料生产线)	山西临汾、运城2018年4月21日至5月10日停窑20天,山西其余地区2018年4月26日至12月31日停窑60天,4月26日至5月15日停窑20天,6月26日-7月15日停20天,9月21日至10月10日停窑20天。11月起执行冬春季错峰生产规定。
	河北唐山	60天	2019年4月、5月	4月1日至30日停限产:水泥行业(含粉磨站)。涉及处置污泥的水泥窑企业:丰润区冀东水泥有限公司唐山分公司(二厂)保留2条熟料生产线生产,滦州市冀东水泥有限公司滦县分公司、滦南县耀东水泥公司、古冶区冀东启新水泥公司分别保留1条熟料生产线生产;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》要求的水泥窑企业可以生产;其余水泥窑企业停产时间不少于15天。高新区、丰润区,遵化市、迁西县、玉田县粉磨站,每家企业停产时间不少于15天。2019年6月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。	2018年5月25日-6月13日停窑20天
	河北	20天	2019年6月25日-7月4日;2019年8月1日-8月10日	夏季错峰生产分两次分别进行,共停窑20天	
东北	辽宁	30天	2019年7月底前	停窑30天。	2017年11月1日至2018年5月31日限产,大连2017年11月15日至2018年3月31日全线停窑4个半月,还剩15天未执行。其他城市原计划自2017年11月1日至2018年4月30日全线停窑6个月,实际4月1日至16日期间陆续开窑,剩余停窑天数在5月底前补停。

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.4.1 错峰生产执行有序，当前供给可控

各省市夏季错峰生产计划

区域	地区	19年夏季停窑天数	限产时间	控制产能	18年限产时间
华东	山东	40天	2019年6月1日-6月20日，8月17日-9月5日	夏季错峰生产不抵消2018-2019年度秋冬季错峰生产期间承担民生任务的熟料生产线应补齐的秋冬季错峰生产停窑时间。	2018年全年停窑160天。其中，1月1日至3月15日停窑75天，6月1日至20日停窑20天，8月17日至9月5日停窑20天，11月15日至12月31日停窑45天。
	浙江	20天	2019年6月1日-8月31日	停窑20天。	2018年6-7月停产20天。
	江西	不少于10天	2019年全年	原则上全年不少于55天，夏季酷暑不少于10天，环境敏感期不少于10天	2018年全年
	江苏	35天	2019年6月1日-7月31日	熟料生产线烟气氮氧化物已稳定实现超低排放，或承担协同处置城市垃圾、危险废物或生活污水处理厂污泥处置任务的企业深酌情申请豁免错峰。	2018年全年，原计划：1月1日至3月31日停窑40天，其中，2月15日至3月15日停窑30天，剩余10天企业自主安排检修；8月1日至9月30日停窑10天，10月1日至12月31日停窑10天；全年累计停窑60天。实际执行情况：2-3月停窑30天。6-7月初步计划停窑20天。
西北	新疆	7个月	2018年11月1日-2019年7月1日	新疆所有水泥生产企业（含兵团）都要参与错峰生产。根据各地冬季采暖期、产能过剩和水泥市场需求情况，各地错峰生产时间有所差异。为实现市场动态平衡，保证市场供应，新疆各区域在去年错峰停窑的基础上再增加一至一个半月错峰停窑时间，错峰停窑分两个时间段执行。具体错峰停窑时间分别为：和田2018年12月1日至2019年3月1日、2019年4月1日至2019年5月1日共计4个月；喀什、克州2018年11月1日至2019年3月1日、2019年4月1日至2019年5月1日共计5个月；阿克苏、巴州2018年11月1日至2019年4月1日、2019年5月1日至2019年6月1日共计6个月；其它地州市2018年11月1日至2019年5月1日、2019年6月1日至2019年7月1日，共计7个月。停窑时间从停窑当天零时至停窑结束当天零时为一周期（含供窑时间）。	2017年11月1日-2018年5月16日
	陕西关中区域	92天	2019年6月1日-8月31日	对水泥（含特种水泥、不含粉磨站）行业实施限产。	2018年6月1日-8月31日，停窑限产30%，具体停产日期企业自行安排。
华中	湖北	6-182天	2019年4月-9月	湖北亚东水泥、武汉亚鑫水泥等42家企业58个生产线参与错峰生产，2019年全年共停窑3790天。	2018年全年，对59条水泥生产线的各自停窑时间做出明确规定，约80%的生产线停窑需超过60天，全年停窑的停产时间超过70天，非冬季错峰停窑的停产天数达到平均30天以上。
	河南	30天	6月	协同处置危废、生活垃圾等生产线也应根据实际情况处置负荷制定限产时间。	18年6月至2019年3月停窑

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.4.1 错峰生产执行有序，当前供给可控

各省市夏季错峰生产计划

区域	地区	19年夏季停窑天数	限产时间	控制产能	18年限产时间
西南	四川	100天	2019年全年	上一年度环境空气质量年均浓度达标市(州)的水泥企业全年错峰基准天数为90天(其中,11月至次年2月错峰基准天数不少于40天),其余地区的全年错峰基准天数为100天(其中,11月至次年2月错峰基准天数不少于50天);	成都、德阳、绵阳、遂宁、乐山、眉山、雅安、资阳8市和川南城市群自贡、泸州、内江、宜宾4市水泥生产线6-8月错峰停窑时间不少于30天;其他市(州)水泥企业错峰生产全年不少于100天、6-8月不少于30天。
	重庆	30-35天	2019年6月-8月	主城区和渝西区域内企业(除綦江区、南川区、万盛经开区)每年错峰停窑总天数110天,其中:1-2月停窑20天,6-8月停窑35天,11-12月停窑20天,其他时段错峰停窑35天;渝东南、渝东北区域内企业(包括綦江区、南川区、万盛经开区)每年错峰停窑总天数85天,其中:1-2月停窑15天,6-8月停窑30天,11-12月停窑15天,其他时段错峰停窑25天。	2018年5-6月,5月15日起停窑10天,6月份再停10天。
	贵州	10-30天	2019年6月-8月	停窑10-30天。	2018年全年停窑80-120天,其中黔中(贵阳、安顺)停窑120天,其余地区停窑80天。一季度黔中停窑35-45天,其余地区20-30天。二季度黔中停窑30天,但到5月底,停窑计划仍未落实。
华南	广东	20天	2019年6月1日-8月31日	全年计划错峰生产停窑40天/窑,分两阶段进行。第一阶段:春节前后:2019年1月1日至4月30日所有熟料生产线分别停窑20天,其中,1月1日至2月28日每条生产线分别至少停窑10天,3月1日至4月30日每条生产线分别停窑10天;第二阶段:酷暑伏天和台风雨季季节:2019年6月1日至8月31日所有熟料生产线分别停窑20天。9月份视天气和市场情况决定是否再追加停窑5-10天。	全年停窑40天。2018年2月1日至4月30日所有熟料生产线停窑20天。原计划2018年5月1日至9月30日所有熟料生产线停窑20天,现更改为6-8月停窑10天。

资料来源:各省市经信委,太平洋证券研究院

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.4.2 去产能之路依旧任重道远

- 根据《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》，提出了三年去产能目标：压减熟料产能3.92亿吨，关闭水泥粉磨站企业540家，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；同时建材联合会提出19年压减熟料产能7000万吨
- 但由于水泥利润处于高位且退出奖励方式的具体执行存疑，近年来水泥去产能执行较为困难，而我们认为在水泥需求已处于平台期的背景下，去产能的执行将最终决定水泥行业的新格局。

水泥行业去产能行动计划（2018-2020）

减少产能（万吨）	2018	2019	2020	合计
北京市	0	0	0	0
天津市	0	0	0	0
河北省	1295	1110	1295	3700
山西省	1260	1080	1260	3600
内蒙古	1330	1140	1330	3800
辽宁省	805	690	805	2300
吉林省	315	270	315	900
黑龙江	385	330	385	1100
上海市	0	0	0	0
江苏省	235	201	235	670
浙江省	256	219	256	730
安徽省	245	210	245	700
福建省	0	0	100	100
江西省	105	90	105	300
山东省	490	420	490	1400
河南省	735	630	735	2100
湖北省	300	200	100	600
湖南省	350	300	350	1000
广东省	445	381	445	1270
广西区	221	189	221	630
海南省	0	0	0	0
重庆市	250	150	220	620
四川省	875	750	875	2500
贵州省	665	570	665	1900
云南省	770	660	770	2200
西藏区	0	0	0	0
陕西省	630	540	630	1800
甘肃省	210	180	210	600
青海省	0	0	150	150
宁夏区	280	240	280	800
新疆区	1330	1140	1330	3800
全国	13782	11690	13802	39274

资料来源：中国水泥协会，太平洋证券研究院

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.4.3 中期置换产能或带来供给威胁

- 未来2-3年置换产能或带来供给威胁，尤其是异地置换、僵尸产能被激活将增加有效供给
- 各地水泥产能置换情况

	新产能地点	拆除产能地点	新建产能 (吨/日)	理论淘汰产能 (吨/日)	是否涉及淘汰2500吨以下产线或者立窑产能	是否涉及异地置换
冀东黑龙江方案调整	黑龙江	北京	7,200	8,600	√	√
牡丹江北方水泥置换	黑龙江	黑龙江	5,000	6,000	√	
双鸭山新时代水泥项目	黑龙江	黑龙江	4,000	4,000		
杭州山亚水泥有限公司置换项目	浙江	浙江	5,000	7,500	√	
建德南方水泥有限公司置换项目	浙江	浙江	5,000	8,000	√	
湖州槐坎南方水泥置换项目	浙江	浙江	7,500	12,000	√	
江西德安万年青项目	江西	江西	6,600	8,850	√	
万年水泥厂产能置换	江西	江西	10,200	10,000	√	
华新水泥产能置换	湖北	湖北	9,200	12,000	√	
湖北京兰水泥产能置换	湖北	湖北	4,500	4,000	√	
湖南鑫磊南方项目	湖南	湖南	5,000	5,000	√	
湖南海螺新化县项目	湖南	湖南	4,000	1,875	√	
蕉岭县龙腾水泥项目	广东	广东	4,500	4,500	√	
合山虎鹰建材有限公司水泥熟料生产线项目	广西	内蒙古及新疆	5,000	6,500	√	√
广西南宁红狮水泥	广西	浙江等	5,000	6,250	√	√
遵义赛德水泥项目	贵州	贵州	4,500	5,100	√	
贵阳海螺盘江项目/铜仁海螺盘江项目	贵州	贵州	9,000	9,000	√	
红塔滇西水泥产能置换	云南	云南	6,000	6,000	√	
易门大椿树水泥产能置换	云南	云南	4,000	2,700	√	
盈江昆钢榕全水泥产能置换	云南	云南	2,000	2,700	√	
凤庆县习谦水泥置换	云南	云南	4,500	3,000	√	
威信得云建材有限公司项目	云南	云南	2,500	3,500	√	
彝良县毛坪水泥项目	云南	云南	2,500	1,300	√	
保山海螺水泥置换	云南	云南	4,500	7,000	√	
盈江县允罕水泥项目	云南	云南	4,500	5,500	√	
华宁玉珠水泥项目	云南	云南	5,000	5,500	√	
普洱昆钢嘉华项目	云南	云南	4,000	3,500	√	
云南活发集团刘总旗项目	云南	云南	5,000	4,000	√	
云南祥云建云水泥有限公司产能置换项目	云南	云南	4,800	6,000	√	
云南巨龙交通产能置换项目	云南	湖北及新疆	2,500	3,125	√	√
祁连山水泥淘汰项目异地置换	西藏	甘肃	4,000	5,200	√	√
西藏天路产能置换	西藏	内蒙古	2,000	2,000	√	√
中材汉江产能置换	陕西	陕西	4,500	4,500	√	
宁夏建材集团产能置换	宁夏	宁夏	5,000	5,200	√	
金昱元广拓能源产能置换	宁夏	宁夏	2,500	2,700	√	
合计			171,000	192,600		

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.5 行业高景气度延续，龙头企业业绩存上修预期

我们认为，下半年水泥需求依然有支撑，预计全年需求保持2%的增长，而有重点工程支撑的需求更有保障，如京津冀地区；供给端短期无忧，在上半年价格高基数下，行业高景气度有望延续，龙头企业全年业绩存上修预期。

水泥行业供需平衡测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
新干法熟料产能 (亿吨/年)	16.0	17.0	17.9	18.4	18.5	18.3	18.5	18.7
净新增量 (万吨/年)		9,616	9,508	4,464	1,333	(1,989)	2,043	1,287
熟料产量 (亿吨)	12.8	13.6	14.2	13.3	13.8	14.0	14.4	14.9
同比增速		6.5%	4.0%	-5.8%	3.1%	1.7%	2.7%	3.9%
水泥产能 (亿吨/年)	26.5	27.8	28.1	28.3	28.5	28.7	29.0	29.1
净新增量 (万吨/年)		13,000	3,000	2,000	1,734	2,266	2,656	1,672
水泥产量 (亿吨)	21.8	24.1	24.8	23.5	24.0	23.2	23.4	23.9
同比增速		10.5%	2.6%	-5.2%	2.3%	-3.6%	1.1%	2.0%
水泥产能利用率	82.4%	86.8%	88.1%	83.0%	84.4%	80.7%	80.9%	82.0%
水泥熟料产量比	1.71x	1.77x	1.75x	1.76x	1.75x	1.65x	1.63x	1.60x
水泥净出口 (万吨)	(859)	(1,053)	(994)	(909)	(821)	(873)	(754)	(754)
中国本土需求 (亿吨)	21.8	24.0	24.7	23.4	23.9	23.1	23.4	23.8
同比增速		10.5%	2.6%	-5.2%	2.4%	-3.6%	1.2%	2.0%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

二、水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

2.4 投资建议

- 推荐京津冀基建加速核心受益标的冀东水泥，长江经济带核心标的华新水泥，行业龙头海螺水泥，华东弹性标的上峰水泥，西北地区祁连山、天山股份。

主要水泥企业盈利预测

股票名称	代码	收盘价 元/港元	市值 亿元人民币/ 港元	EPS			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
水泥									
海螺水泥	600585.SH	40.54	2,166.67	5.63	5.66	5.85	7.20	7.16	6.93
塔牌集团	002233.SZ	11.16	133.06	1.45	1.55	1.80	7.70	7.20	6.20
冀东水泥	000401.SZ	17.01	229.21	1.10	2.29	2.60	15.46	7.43	6.54
华新水泥	600801.SH	19.87	382.66	2.47	3.18	3.23	8.04	6.25	6.15
万年青	000789.SZ	9.27	73.92	1.85	2.28	2.43	5.01	4.07	3.81
上峰水泥	000672.SZ	12.97	105.53	1.81	2.14	2.17	7.17	6.06	5.98
*祁连山	600720.SH	8.80	68.31	0.84	1.19	1.31	10.48	7.39	6.72
*天山股份	000877.SZ	10.20	106.97	1.18	1.49	1.60	8.64	6.85	6.38
*华润水泥-H	1313.HK	7.64	533.50	1.22	1.30	1.33	6.26	5.88	5.74
*中国建材-H	3323.HK	7.07	596.34	1.25	1.29	1.30	5.66	5.48	5.44

资料来源：wind，太平洋证券研究院 注：收盘价截止2019/7/22；“*”标的盈利预测采用wind一致预测

目录

一

行情回顾

二

水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

三

玻璃：逻辑仍在供给端，期待冷修高峰期

四

玻纤：拐点渐行渐近，中长期买入良机

五

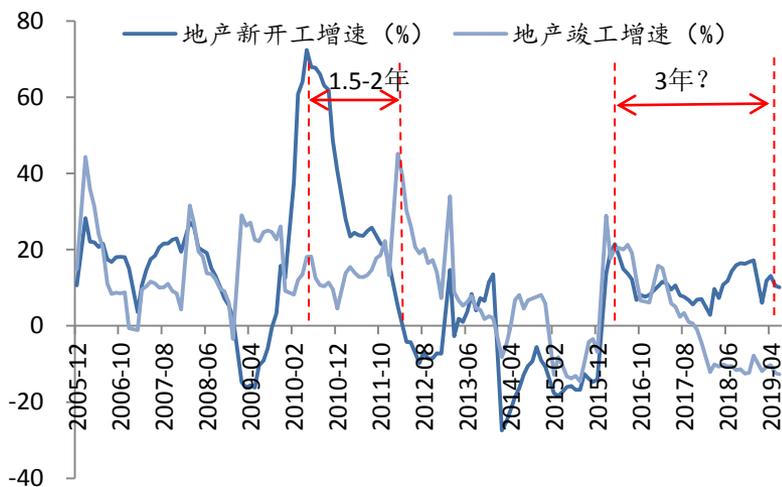
品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

三、玻璃：逻辑依然在供给端，期待冷修高峰期

3.1 需求平稳，逻辑仍在供给端

- 由于过去两年金融去杠杆，导致地产企业融资收紧，优先“抢开工”导致新开工与竣工持续背离，下半年新开工或将向施工-竣工传导，但由于地产整体下行压力，单靠竣工逻辑很难支撑起需求，而上半年需求表现优于宏观数据所体现，我们认为，玻璃的逻辑依然在供给端。

地产新开工与竣工持续背离



资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

我国平板玻璃每月表观需求



资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

三、玻璃：逻辑依然在供给端，期待冷修高峰期

3.1 需求平稳，逻辑仍在供给端

- 平板玻璃接近60-70%的下游应用在房地产上，其次汽车、出口应用接近20%，且实际应用靠近竣工端，从统计数据来看，2018年行业整体产量增加（统计局增速2.1%），但出口（下滑8%左右）及汽车用量（下滑3.8%）都在下滑，可以看出实际应用在地地产上的玻璃总量是在增加的。

建筑玻璃实际需求测算

	平板玻璃产量 (万重箱)	统计局增速	实际增速	库存 (万重箱)	4mm出口 (万重箱)	汽车产量 (万辆)	增速	汽车玻璃需求 (万重箱)	建筑需求 (万重箱)	增速
2008	55184.6	6.50%		2301	5552.4	961.54	6.5%	973.56	46357.7	
2009	56073.3	1.70%	1.61%	1798	3328.6	1,382.68	47.8%	1399.96	49546.7	6.9%
2010	63026.1	10.90%	12.40%	1509	3479.6	1,865.40	31.9%	1888.72	56148.8	13.3%
2011	73788.7	15.80%	17.08%	2018	3745.2	1,919.10	3.0%	1943.09	66082.4	17.7%
2012	71416.6	-3.20%	-3.21%	2779	3526.4	2,059.70	6.3%	2085.45	63025.8	-4.6%
2013	77898.6	11.21%	9.08%	2798	3909.2	2,387.42	18.4%	2417.27	68774.1	9.1%
2014	79261.7	1.10%	1.75%	3186	4380.3	2,372.50	7.1%	2402.16	69293.2	0.8%
2015	73862.7	-8.60%	-6.81%	3406	4292.0	2,483.80	2.7%	2514.85	63649.9	-8.1%
2016	77403.0	5.80%	4.79%	3289	4528.2	2,819.31	13.1%	2854.55	66731.3	4.8%
2017	79023.5	3.50%	2.09%	3276	4206.4	2,994.20	3.2%	3031.63	68509.5	2.7%
2018	86863.5	2.10%	9.92%	3225	3869.4	2,796.80	-3.8%	2831.76	76937.3	12.3%

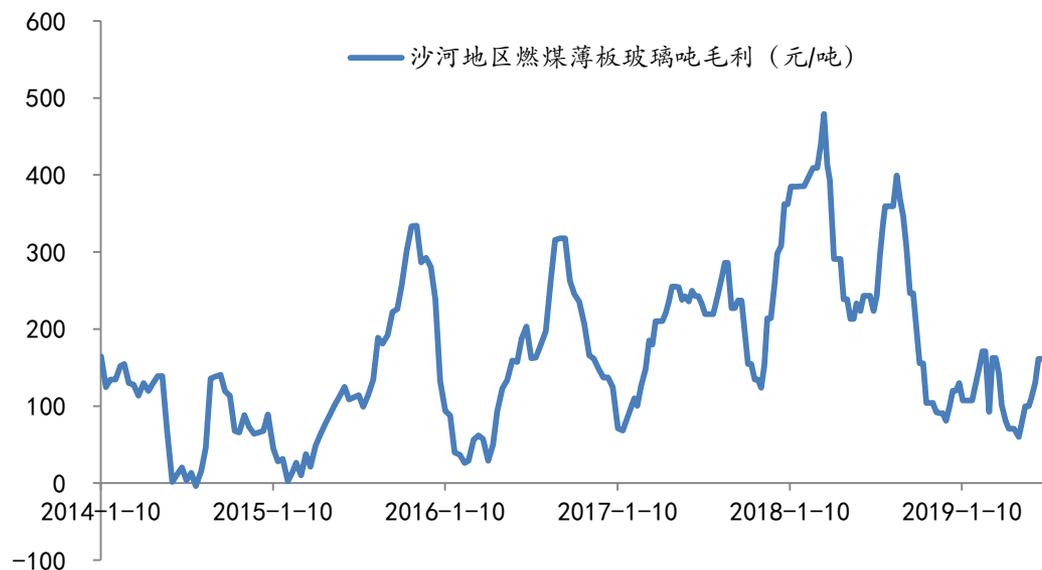
资料来源：wind，统计局，太平洋证券研究院

三、玻璃：逻辑依然在供给端，期待冷修高峰期

3.2 若盈利进一步下行，或迎来冷修高峰期

- 由于沙河地区限产16%，区域内阶段性供给收缩，下游抢购补库价格有所推涨，企业箱毛利恢复至10元左右，但目前沙河地区贸易商库存高于厂家，未来供需格局仍有压力，若价格再次回落，小企业盈利水平堪忧，不排除到期生产线提前进入冷修。

沙河地区燃煤薄板玻璃吨毛利情况



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

三、玻璃：逻辑依然在供给端，期待冷修高峰期

- 2019年预计新点火及冷修复产产能

	新点火		冷修复产		备注 (2019H2、2020年预测产能见下表)
	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	
2016	9	7200	22	13480	
2017	4	2700	13	7200	
2018	5	2850	18	12410	
2019H1	2	1450	8	5600	
2019E	4	2750	17	11400	若考虑国外产能回流，目前仅信义马来西亚产品回流国内，信义马来西亚基地共有3条浮法生产线，共3200吨/日，按照50%本地销售比例来算，假设剩余的50%产能全部回流国内，则增加约1600吨/日产能；
2020E	4	3600	6	4200	2020年复产生产线优先考虑大企业，沙河生产线复产难度较大

2019H2	新点火		冷修复产	
	地址	生产线	地址	生产线
	1	辽宁	1	漳州旗滨二线
	2	福建	2	广州富明玻璃公司
			3	河北润安二线
			4	江门信义二线
			5	信义张家港一线
			6	云南海生玻璃有限公司二线
			7	江西萍乡浮法玻璃厂
			8	河北沙河长红玻璃有限公司二线
			9	大连亿海新材料有限公司

2020E	新点火		冷修复产	
	地址	生产线	地址	生产线
	4条线	广西	1	天津耀皮一线
			2	江门信义三线
			3	重庆福耀玻璃有限公司二线
			4	金晶集团滕州三线
			5	信义张家港二线
			6	青海耀华玻璃有限公司

三、玻璃：逻辑依然在供给端，期待冷修高峰期

• 2019年具备冷修条件的生产线

编号	生产线	日熔化量 (吨)	备注
1	荆州亿钧玻璃有限公司二线	900	2019年1月15日放水冷修，5月28日已复产
2	广州富明玻璃有限公司	500	2019年1月15日放水冷修
3	河北润安建材二线	700	2019年5月12日放水冷修
4	江门信义二线	900	2019年6月1日放水冷修
5	天津耀皮一线	500	2019年6月5日放水冷修
6	江门信义三线	900	2019年6月9日放水冷修
7	重庆福耀玻璃有限公司二线	600	2019年6月12日放水冷修
8	金晶集团滕州三线	600	2019年6月13日放水冷修
9	青海耀华玻璃有限公司	600	2019年6月26日放水冷修
10	重庆瑜虎玻璃二线	600	2019年6月30日放水冷修
11	河北沙河鑫利玻璃有限公司一线	500	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
12	河北沙河安全公司二线	550	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
13	沙河海生玻璃有限公司一线	700	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
14	河北沙河正大公司三线	800	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
15	河北沙河德金玻璃有限公司四线	800	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
16	沙河长城玻璃有限公司六线	700	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
17	本溪迎新玻璃有限公司一线	600	迎新集团因为沙河地区已经停了3条线，其他基地是否停产还要看窑炉情况，
18	黑龙江佳星浮法玻璃有限公司 (二线)	600	2010年12月投产
19	河北迎新玻璃行唐二线	500	2010年4月投产
20	河北沙河德金玻璃有限公司一线	600	2009年4月投产
21	河北沙河鑫利玻璃有限公司一线	500	沙河地区几条生产线主要是2009年投产的，热修有可能也无法推迟，大概率冷修
22	中国玻璃威海一线	450	2007年10月投产
23	金晶集团三线	450	2010年11月投产
24	青岛圣戈班有限公司	600	2005年1月投产
25	天津台玻有限公司	700	2006年7月投产
26	中国玻璃东台一线	600	2009年9月投产
27	信义芜湖一线	500	芜湖三线复产后放水冷修，2009年9月投产，计划19年Q2-Q3冷修
28	浙江玻璃股份有限公司二线	600	2007年9月投产
29	江西宏宇能源一线	700	2011年11月投产
30	虎门信义三线	600	2007年6月投产
31	华尔润江门三线	1050	19年6月6日起，阶段性热修
32	明达玻璃 (成都金堂) 有限公司一线	500	2009年4月投产
33	明达玻璃 (成都金堂) 有限公司二线	700	2010年2月投产
34	台玻集团成都一线	700	2004年12月投产
35	台玻集团成都二线	900	2008年1月投产
36	陕西神木瑞诚实业有限公司二线	700	2011年9月份投产
37	中国玻璃陕西二线	450	2004年5月投产
38	中国洛阳浮法玻璃集团五线	230	2006年3月投产
	合计	24080	

三、玻璃：逻辑依然在供给端，期待冷修高峰期

投资建议

- 根据我们统计，下半年新点火及冷修复产产能合计约6100吨/天，若2019年具备冷修条件的生产线全部进入冷修，则有望减少13230吨/天产能，净减少7130吨/天改善供需格局。
- 我们认为，虽然受地产承压，但玻璃需求端表现比较稳定，2019H2竣工端或有好转，但对于需求端拉动不可过于期待，我们认为，玻璃的逻辑依然在供给端，若窑龄到期生产线集中进入冷修期，或带动价格向上弹性。建议关注**旗滨集团**、**信义玻璃**。

主要玻璃企业盈利预测

股票名称	代码	收盘价 元/港元	市值 亿元人民币/ 港元	EPS			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
玻璃									
*旗滨集团	601636.SH	3.63	97.58	0.45	0.48	0.54	8.07	7.56	6.72
*南玻-A	000012.SZ	4.15	104.11	0.31	0.39	0.47	13.39	10.64	8.83
*信义玻璃-H	0868.HK	8.18	327.93	1.15	1.31	1.54	7.11	6.24	5.31

资料来源：wind，太平洋证券研究院 注：收盘价截止2019/7/22 “*”标的盈利预测采用wind一致预测

目录

一

行情回顾

二

水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

三

玻璃：逻辑仍在供给端，期待冷修高峰期

四

玻纤：拐点渐行渐近，中长期买入良机

五

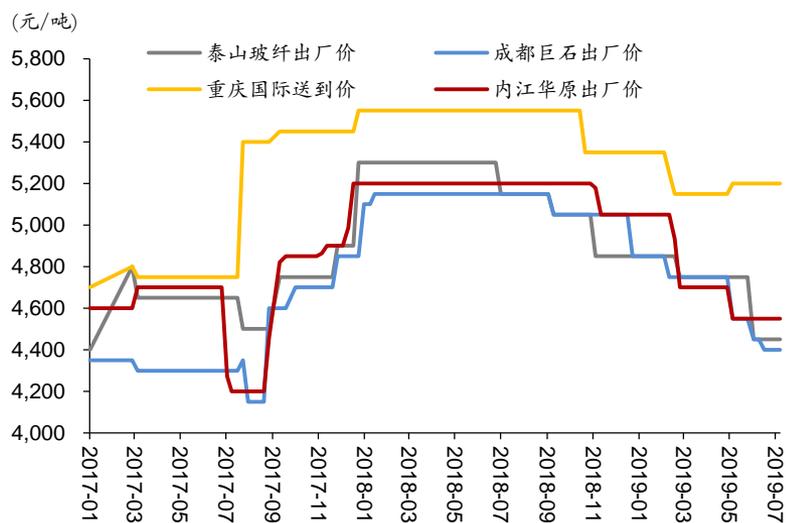
品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

4.1 价格拐点：价格下行周期接近尾声，2019H2或触底反弹

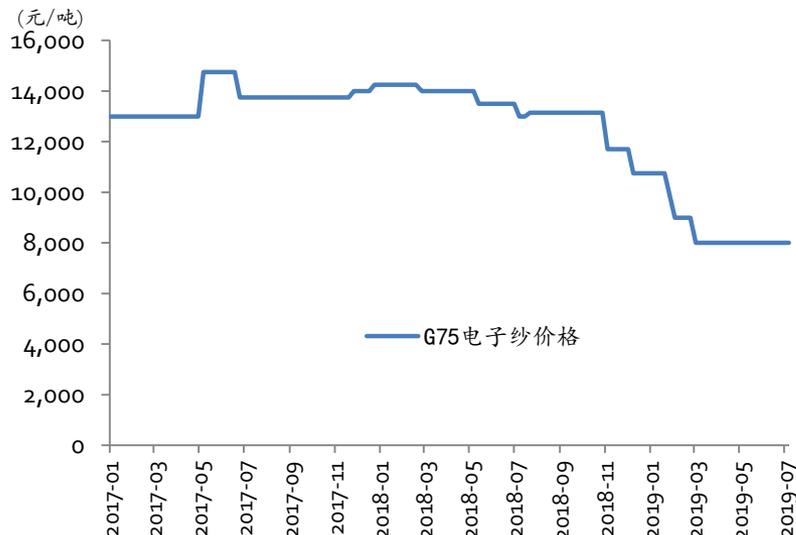
- 随着17年行业景气度提升，大量生产线冷修技改及新点火，2018年全年玻纤行业国内新增产能达106万吨（相较于2017年底提升26%左右），产能冲击加大导致2018H2起玻纤价格呈下行趋势。

主要玻纤企业2400Tex直接纱价格



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

G75电子纱市场均价



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

4.2 产能拐点：新增产能逐步消化，19年产能冲击大幅减少

- 根据我们统计，2019年国内玻纤行业新增产能将大幅下降至29万吨，而海外新增产能也将位于19万吨的低位。考虑到2018年集中投放的产能2019H1逐步消化，我们认为，19年下半年行业将逐步迎来产能周期的拐点。

19-20年国内外玻纤产能新增情况

省份	地级市	生产线名称	所属大集团	产品	产能(万吨)	状态	性质	(预计)投产日	实际新增产能(万吨)	加权新增产能(万吨)
山东	泰安	泰山玻纤F07线	泰山玻纤	无碱纱	10	在建	新点火	2019/11	10	0.8
山东	泰安	泰山玻纤两条6万改10万吨	泰山玻纤	无碱纱	8	在建	冷修技改	2019/06	8	4.0
重庆	重庆	欧文斯科宁重庆国际合作线	重庆国际	无碱纱	11	投产	新点火	2019/03	11	8.3
2019小计					29				29.0	13.1
浙江	嘉兴	中国巨石智能制造粗纱2期	中国巨石	无碱纱	15	拟建	新点火	2020/06	15	7.5
重庆	重庆	重庆三磊S02	重庆三磊	无碱纱	10	拟建	新点火	2020/06	10	5.0
河北	邢台	邢台金牛	冀中能源	无碱纱	10	拟建	新点火	2020/06	10	5.0
2020小计					35				35	17.5

国家	企业	生产线	新增产能(万吨/年)	性质
荷兰	NEG	NEG荷兰生产线	9	新建
美国	中国巨石	美国生产线	8	新建
法国	欧文斯科宁	法国生产线扩建	2	技改

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

4.3 盈利拐点：中小企业盈利水平处于低位，价格继续下跌空间不大

- 我们选取山东、重庆、四川等地代表性中型企业当前的无碱2400tex缠绕直接纱出厂价及上市公司经营数据进行中性估算（考虑到：1）对于中小企业而言实际成交价格相对于出厂价格往往由一定程度的折让，2）中小企业由于生产效率、规模效应等因素，生产成本及三费成本往往高于领先企业，我们认为测算实际上已相对乐观），目前以建筑级无碱玻纤粗纱为主、且缺乏规模优势的中小企业已经处于盈亏平衡边缘，因此我们认为玻纤价格将受到成本支撑；

建筑级无碱2400tex缠绕直接纱利润测算

(所有价格均为不含增值税价格)	山东	重庆	四川
无碱2400tex缠绕直接纱售价 (元/吨)	4,204	3,982	4,027
总生产成本 (元/吨)	3,250	3,139	2,930
其中：原料成本	1,062	1,062	1,062
其中：天然气成本	657	546	337
其中：用电成本	398	398	398
其中：蒸汽及其他能源成本	133	133	133
其中：人工工资	200	200	200
其中：折旧摊销	800	800	800
吨三费 (元/吨)	950	950	950
吨税前利润 (元/吨)	4	(107)	147

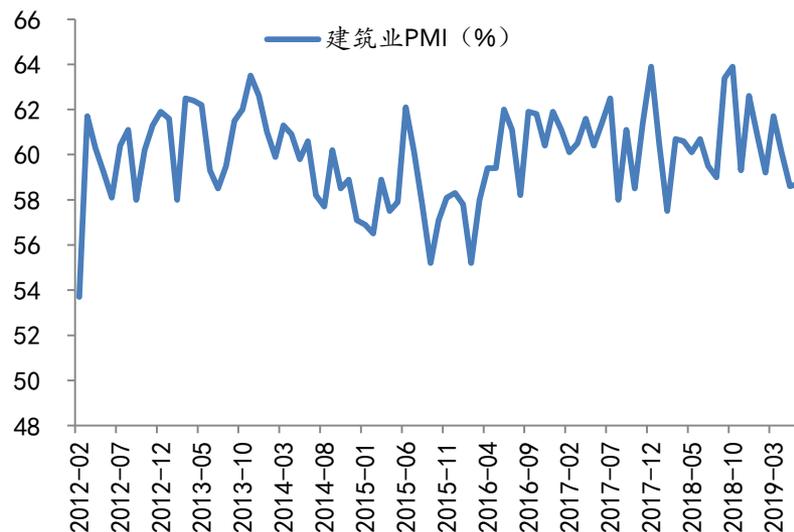
资料来源：卓创资讯，公司资料，太平洋证券研究院

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

4.4 需求稳定增长，供需格局逐步改善

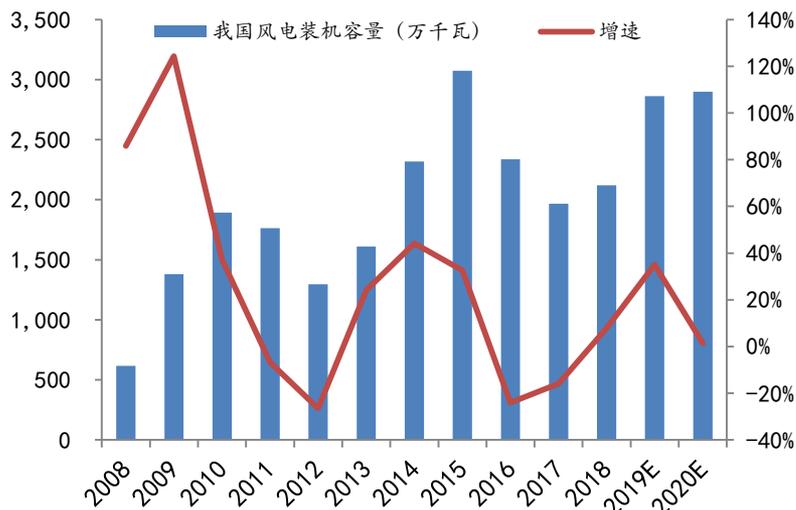
- 虽然中美贸易摩擦常态化会对出口产生一定影响，但随着玻纤性价比的提升，其渗透率提升空间仍然巨大，我们认为2019年全年玻纤需求仍将稳步增长：1) 建筑PMI指数仍维持在高位，在基建补短板的基调下，建筑规模依旧庞大；2) 风电及电子需求预计进一步提振需求；3) 新兴市场的崛起会带来新的需求增量。而由于需求稳步增长及供给端新增产能压力减小，我们认为行业拐点渐行渐近，供需格局正逐步改善；

建筑业PMI指数依然维持在高位



资料来源：Wind，太平洋证券整理

我国风电装机规模及增速



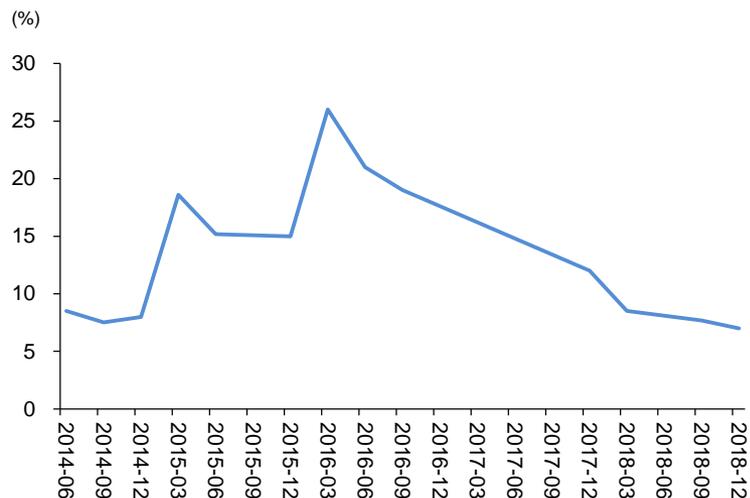
资料来源：Wind，太平洋证券整理

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

4.4 需求稳定增长，供需格局逐步改善

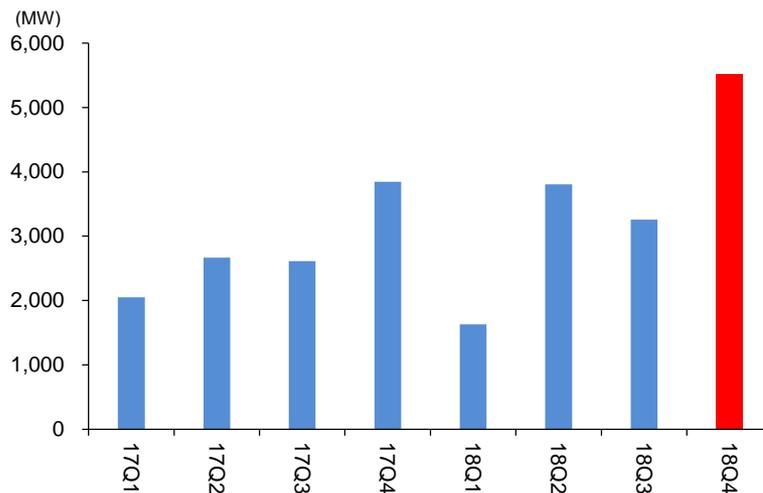
- 1) 在政策支持下，风电抢装叠加部分红六省解禁，国内风电装机量有望在2020年前维持高位，而就国际龙头企业订单情况来看，海外2019年风电装机同样有望加速；2) 发改委明确鼓励5G基站等新基建，电子纱等高端需求预计增长，因此我们认为配方工艺先进，中高端产品占比高的头部企业将是新周期的受益者，3) 需求的结构性升级可能出清部分落后产能，从而缓解供给压力；

风电弃风率快速下降



资料来源：Wind，风能协会，太平洋证券研究院

维斯塔斯季度新签订单



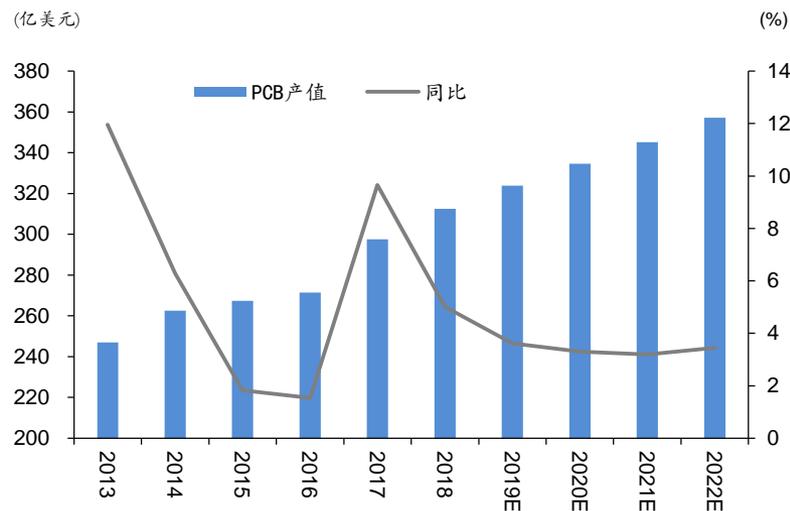
资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

4.4 需求稳定增长，供需格局逐步改善

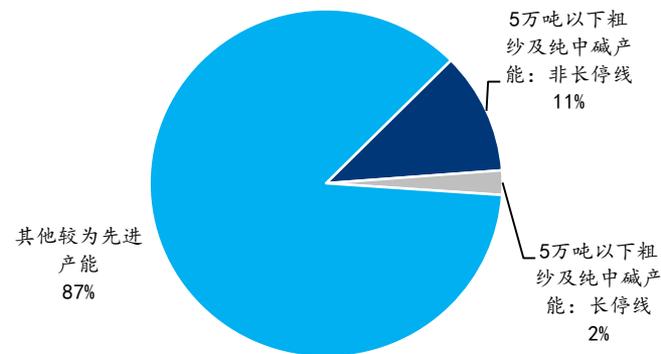
- 1) 在政策支持下，风电抢装叠加部分红六省解禁，国内风电装机量有望在2020年前维持高位，而就国际龙头企业订单情况来看，海外2019年风电装机同样有望加速；2) 发改委明确鼓励5G基站等新基建，电子纱等高端需求预计增长，因此我们认为配方工艺先进，中高端产品占比高的头部企业将是新周期的受益者，3) 需求的结构性升级可能出清部分落后产能，从而缓解供给压力；

中国PCB产值预测



资料来源：Prismark，太平洋证券研究院

我国玻纤行业产能结构划分



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

4.5 拐点来临，行业格局逐步向上

- 我们预计19-20年国内玻纤消费量维持10%左右的增长，行业供需格局逐步改善，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。

玻纤行业供需平衡测算

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
中国产量	323	362	408	468	500	541
同比%	4.9%	12.1%	12.7%	14.7%	6.7%	8.4%
其中：池窑产量	305	340	388	454	490	536
占比%	94.3%	93.9%	95.1%	97.0%	98.0%	99.0%
其中：坩埚及其他落后产能产量	19	22	20	14	10	5
占比%	5.7%	6.1%	4.9%	3.0%	2.0%	1.0%
当年加权池窑产能（万吨/年）	352	361	390	430	502	540
加权产能利用率%	86.6%	94.3%	99.4%	105.6%	97.5%	99.3%
当年年底池窑产能（万吨/年）	370	382	410	516	545	586
理论产能利用率%	82.3%	89.0%	94.6%	88.1%	89.9%	91.6%
进口	15	11	13	10	10	10
出口	(74)	(75)	(87)	(97)	(90)	(90)
表观消费量	265	299	334	381	419	461
表观消费量增速%	7.4%	12.9%	11.8%	14.1%	10.0%	10.0%

资料来源：卓创资讯，公司资料，太平洋证券研究院

四、玻纤：拐点渐行渐近，中长期布局良机

投资建议

- 行业拐点来临，优选行业龙头**中国巨石**：1) 核心工艺升级引领行业差异化发展；2) 电子纱产能扩张优化产品结构；3) 规模及成本优势铸就高护城河；4) 国际化进程稳步推进，抗风险能力提升，估值中枢有望迎来修复。其次，受政策支持，19-20年风电复苏确定性增强，关注玻纤+叶片龙头**中材科技**，同时关注**微玻龙头再升科技**。

主要玻纤企业盈利预测

股票名称	代码	收盘价 元/港元	市值 亿元人民币/ 港元	EPS			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
玻纤									
中国巨石	600176.SH	8.92	312.41	0.68	0.73	0.87	13.12	12.22	10.25
再升科技	603601.SH	7.37	51.80	0.29	0.42	0.61	25.41	17.55	12.08
*长海股份	300196.SZ	9.50	40.33	0.62	0.77	0.91	15.32	12.34	10.44
*中材科技	002080.SZ	10.42	174.86	0.72	0.78	0.94	14.47	13.36	11.09

资料来源：wind，太平洋证券研究院注：收盘价截止2019/7/22，“*”标的盈利预测采用wind一致预测

目录

一

行情回顾

二

水泥：行业高景气度延续，把握结构性机会

三

玻璃：逻辑仍在供给端，期待冷修高峰期

四

玻纤：拐点渐行渐近，中长期买入良机

五

品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

五、品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

5.1 地产承压，存量博弈加速行业集中度提升

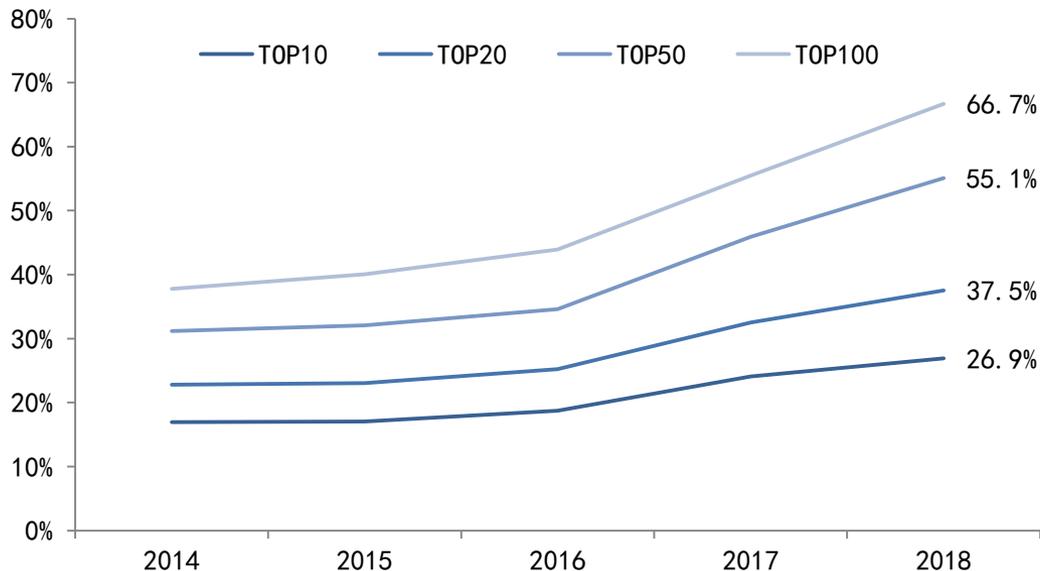
- 回顾2019H1，地产新开工超预期，前端数据明显好于后端数据，地产后周期品种呈现于以下特点：1) 依托于前端消费的防水材料等品种维持高增长；2) 地产商集采规模逐步加大，以工程端为主的企业增速明显快于以零售端为主的企业；3) 零售端企业受精装房的影响，增速承压。
- 展望2019H2，地产新开工将向施工、竣工传导，地产后周期品种有望迎来销售旺季，而依托于大地产商集采优势的企业，成长性更加突出；同时万亿规模的“旧改”工程有望带来新的增量空间，拥有品牌、渠道、规模优势的龙头企业更具竞争力，市场份额有望进一步提升。

五、品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

5.1 地产承压，存量博弈加速行业集中度提升

- 在地产调控不断加码的背景下，土地成本居高不下、开发商融资渠道收紧导致小型地产开发商拿地愈发困难，规模发展受到限制。2018年国内TOP10地产商销售集中度达到26.9%，TOP100集中度达到66.7%，我们认为，未来的房地产市场将保持强者恒强的局面，而大型房地产企业更重视自身品牌的维护，更倾向于与有实力的品牌供应商合作，与供应商强强联合的局面将推动上游行业集中度提升。

我国房企各梯队集中度快速提升（按销售金额）

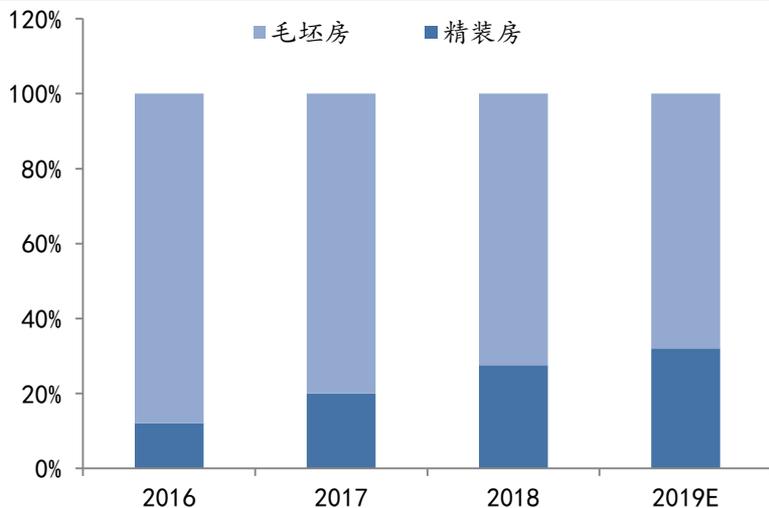


五、品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

5.1 地产承压，存量博弈加速行业集中度提升

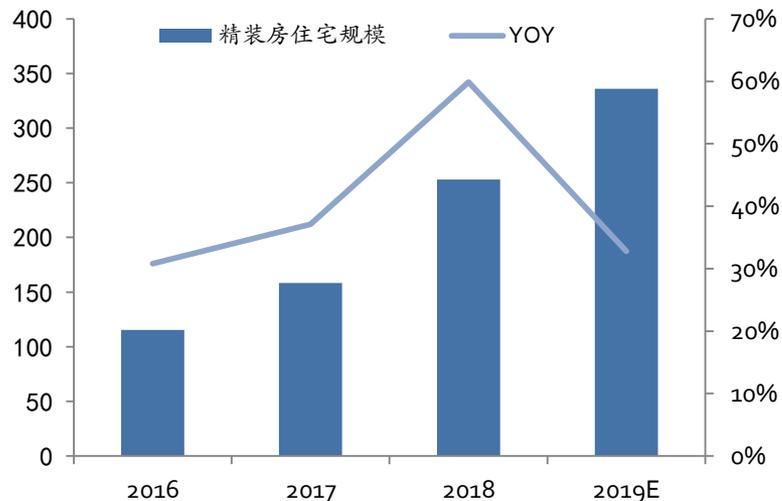
- 我国精装房渗透率在加速提升，预计2019年将达到32%，提前完成国家要求2020年前达到全国30%的水平，未来2-3年仍呈加速态势。我们认为精装房的推行使得消费建材领域进入良币驱逐劣币时代，过去零散的销售市场转向地产商集采，而地产商集采供应商主要集中在细分行业的前几位，因此，具有品牌溢价的龙头企业优势明显，市场份额将进一步提升。

预计2019年精装房占比达到32%



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

预计2019年精装住宅规模达到336万套



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

五、品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

5.2 “旧改”或带来万亿增量市场

- 根据住建部要求，老旧小区改造分为三个优先级，优先级一：“水电路气网”；优先级二：“电梯、停车库等配套设施；优先级三：物业管理和公共服务；其中优先级一是此次改造必须完成的部分，即小区、楼道照明设施、维修更换水、电、燃气管道、供暖设备、楼与外墙粉刷保暖等
- 根据太平洋宏观团队测算，全国改造17万个老旧小区，涉及建筑面积40亿平米，预计平均将拉动投资1.28万亿，若2018-2020年三年完成，则需每年投入资金约4000亿元，对防水材料、管材、涂料、保温板等拉动明显。

部分城市老旧小区改造情况

城市	涉及居民	老旧小区数量 (个)	涉及建筑面积	每平方米所需改造资金 (元/平方米)	平均每个小区改造所需资金(万元)	总投资1(亿元)=小区数量*每个社区投资金额	总投资2(亿元)=每平方米所需改造资金*建筑面积
广州	86.7	779	5180	184.83	1109.95	86.46	95.74
淄博	19.5	268	804	238.8	716.4	19.2	19.2
沈阳	37.4	798	2400	372.02	937.5	74.62	89.28
攀枝花	1.38	30	90.46	285.2	860	2.58	2.58
呼和浩特	1.55	67	125.81	320.8	602.5	4.04	4.04
平均				280.33	845.27		

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

五、品牌建材：马太效应明显，龙头市占率提升

投资建议

- 我们认为，随着宏观经济整体承压，过去地产快速增长带来的红利已经大幅减弱，2019H2地产拐点向下，预计将会对品牌建材估值带来压力；但是对于细分行业龙头来说，其所在领域市占率依然比较低，天花板还足够高，而龙头企业的品牌、渠道、规模等优势将成为新一轮核心竞争力，企业自身的“ α ”作用将充分体现，“良币驱逐劣币”背景下进入新一轮成长，建议持续关注防水龙头东方雨虹、石膏板龙头北新建材、PPR管龙头伟星新材、国内建筑涂料龙头三棵树等。

主要品牌建材企业盈利预测

股票名称	代码	收盘价 元/港元	市值 亿元人民币/ 港元	EPS			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
其他消费建材									
东方雨虹	002271.SZ	22.46	335.12	1.01	1.31	1.61	22.24	17.15	13.95
*伟星新材	002372.SZ	16.53	260.04	0.75	0.89	1.05	22.04	18.57	15.74
*北新建材	000786.SZ	17.11	289.07	1.46	1.61	1.81	11.72	10.63	9.45
*科顺股份	300737.SZ	9.53	57.92	0.30	0.56	0.77	31.77	17.02	12.38
*兔宝宝	002043.SZ	5.78	44.78	0.46	0.55	0.69	12.57	10.51	8.38
*蒙娜丽莎	002918.SZ	12.95	52.08	1.53	1.83	2.21	8.46	7.08	5.86
*三棵树	603737.SH	44.56	83.05	1.67	1.71	2.36	26.68	26.06	18.88
*帝欧家居	002798.SZ	20.64	79.46	0.99	1.40	1.85	20.85	14.74	11.16

资料来源：wind，太平洋证券研究院 注：收盘价截止2019/7/23；“*”标的盈利预测采用wind一致预测

六、风险提示

- **风险一：**地产、基建投资大幅下滑，需求不及预期
- **风险二：**水泥错峰生产不及预期，供需格局恶化
- **风险三：**玻璃生产线集中复产，供给冲击加大
- **风险四：**新建及技改复产的玻纤生产线增多，供给冲击加大，玻纤渗透率提升不及预期

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	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	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
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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	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。