

建筑材料行业 2020 年度投资策略

来者可追，遵循低估值与成长性选股

推荐（维持）

□ 大建材行业迎新变局，低估值龙头价值再发现

水泥和玻璃，是非金属类建材行业中，两个较大的产品品类。改革开放之后，我国房地产行业、基建投资的大发展，带动了国内大建材行业的飞速发展。而近几年，经济增长的换挡，与发展驱动力的改变，正导致水泥、玻璃等大建材行业迎来新的变局。国内投资增速的放缓，行业发展的阶段特征等，共同导致了水泥、玻璃行业领军企业的低估值状态，我们认为在迎接变局的过程中，低估值的龙头，价值有待重新发现。

□ 水泥盈利稳定性超预期，巨头扩展新产业谋发展

水泥行业的需求稳定性较强，供给总体有序，资源属性的加强、对下游议价能力的提升、巨头整合带来的竞争格局改善，使得行业整体的“跑道”变得更好。高价格与盈利的稳定性，正是这种变化的外化显现。此外，水泥巨头的国际化发展，进军骨料等产业的努力，都为公司的中长期发展进一步蓄力。盈利稳定性的超预期，与未来发展机会的把握，水泥低估值龙头的价值有待进一步发掘。

□ 玻璃价格上行、成本低位，龙头优势逐渐加强

玻璃多用于竣工阶段，房地产投资周期的拉长，使得玻璃需求过去两年内表现总体平平。而随着房地产竣工增速的企稳回升，及行业供给的收缩，玻璃行业景气度持续向好。纯碱、石油焦等原材料、燃料处于低位并有望保持，玻璃价格在供需改善的环境下向上抬升，行业盈利能力正在转好。玻璃的深加工、优质化、高端化正得其时，低估值的玻璃行业龙头，有望迎来估值的修复。

□ 新型建材，周期与成长属性兼备，掘金细分行业

新型建材行业涵盖广泛，细分行业不乏优质个股。玻纤行业产能冲击渐渐减弱，需求增速仍相对平稳，价格连续下跌后有望迎来企稳回升，“至暗时刻”之后，行业龙头投资价值进一步彰显。

房地产投资对众多建材品需求影响重大，新型建材各细分行业空间广阔，行业集中度提升趋势仍在持续。以东方雨虹、伟星新材为代表的白马股，正走出 To B 与 To C 融合发展的新业态，未来有望形成 ROE 高且稳定、市场空间广阔、营收增速快、现金流好等高质量发展之路。推荐东方雨虹、伟星新材。

□ 行业投资评级与投资策略

建材行业遵循低估值与成长性选股，相关行业公司仍具备投资价值，维持行业“推荐”评级。水泥行业，推荐海螺水泥、华新水泥。玻璃行业，关注旗滨集团。玻纤行业，推荐中国巨石。其他新型建材行业，推荐东方雨虹、伟星新材。

□ 风险提示

房地产投资与基建投资增速持续下滑，导致需求萎缩；原材料、燃料价格上涨侵蚀行业盈利空间；行业新增产能导致景气度恶化风险等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
海螺水泥	43.68	6.15	6.37	6.6	7.1	6.86	6.62	2.05	推荐
华新水泥	20.08	3.34	3.55	3.74	6.01	5.66	5.37	2.53	推荐
东方雨虹	24.26	1.3	1.56	1.85	18.66	15.55	13.11	4.84	推荐
中国巨石	8.99	0.6	0.68	0.77	14.98	13.22	11.68	2.21	推荐
伟星新材	13.36	0.66	0.76	0.88	20.24	17.58	15.18	5.77	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 08 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 师克克

电话: 021-20572533
邮箱: shikeke@hcyjs.com
执业编号: S0360518060007

证券分析师: 王彬鹏

邮箱: wangbinpeng@hcyjs.com
执业编号: S0360519060002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	67	1.8
总市值(亿元)	7,278.87	1.16
流通市值(亿元)	5,563.97	1.21

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	2.78	5.7	22.55	
相对表现	-0.75	-2.63	-1.11	



相关研究报告

《建筑材料行业月报: 2019 年 1-9 月需求端数据点评》

2019-10-20

《建筑材料行业周报(20191018-20191025): 水泥看估值修复, 玻璃看量价齐升》

2019-10-27

《建筑材料行业周报(20191025-20191101): 水泥、玻璃价格继续上涨》

2019-11-03

目 录

一、大建材行业迎新变局，水泥行业巨头谋求新发展.....	4
（一）行业发展步入新阶段，需求、供给端共同作用	4
（二）价格攀至高位，业绩增速放缓，价格与盈利稳定性好	7
（三）行业跑道更好，巨头谋求新发展，处于低估状态	8
二、玻璃行业迎竣工需求恢复，量价齐升.....	10
（一）玻璃行业景气度上行.....	10
（二）价格上涨成本下行，玻璃行业盈利弹性好.....	12
（三）产业升级，龙头走进发展新阶段.....	13
三、新型建材成长性好，行业龙头优势加强.....	13
（一）玻纤：产能冲击减少，价格底部或迎反转.....	13
（二）防水材料：龙头延续高增长，估值处于低位.....	15
（三）塑料管道：行业增长放缓，变局中龙头价值依旧.....	16
四、行业投资策略.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	中国历年水泥行业产量（1952-2018 年）	4
图表 2	2014 年后水泥行业产量步入平台期	4
图表 3	国内固定资产投资、房地产投资增速	6
图表 4	国内基建投资及其增速	6
图表 5	行业供给增加与控制的逻辑图谱	7
图表 6	全国水泥熟料产能冲击	7
图表 7	全国及南部地区水泥价格运行状况	7
图表 8	全国及北部地区水泥价格运行状况	7
图表 9	汇总水泥上市公司营业利润、归属母公司净利润及增速	8
图表 10	波特五力模型角度理解水泥行业跑道的优化	9
图表 11	水泥行业估值处于历史低位	9
图表 12	水泥行业相对沪深 300 的估值处于历史低位	9
图表 13	房地产新开工、施工、竣工链条	10
图表 14	国内玻璃行业产量	11
图表 15	玻璃行业库存（万重量箱）及库存天数	11
图表 16	玻璃行业 2016 年以来在产产能统计（单位：万重量箱）	11
图表 17	玻璃价格自 2019 年中以来持续提升	12
图表 18	玻璃价格处于历史中等位置（单位：元/吨）	12
图表 19	纯碱、石油焦价格自 2019 年中以来回调	12
图表 20	近期玻璃行业利润水平持续上升	12
图表 21	国内玻璃行业主要生产企业产能统计表	13
图表 22	目前在建或拟建玻纤生产线，未来产能冲击减小	14
图表 23	粗纱价格降至底部	15
图表 24	电子纱价格底部企稳（单位：元/吨）	15
图表 25	中国巨石估值处于历史估值区间底部（TTM）	15
图表 26	防水材料主要公司营收增速（%）	16
图表 27	沥青价格进入 2019 年波动减少	16
图表 28	东方雨虹估值处于历史估值区间底部（TTM）	16
图表 29	塑料管道主要公司营收增速（%）	17
图表 30	伟星新材 ROE 稳定提升	17
图表 31	伟星新估值处于历史估值区间中部（TTM）	17

一、大建材行业迎新变局，水泥行业巨头谋求新发展

水泥和玻璃，是非金属类建材行业中，两个较大的产品品类。改革开放之后，我国房地产行业、基建投资的大发展，带动了国内大建材行业的快速发展。而近几年，经济增长的换挡，与发展驱动力的改变，正导致水泥、玻璃等大建材行业迎来新的变局。国内投资增速的放缓，行业发展的阶段特征等，共同导致了水泥、玻璃行业领军企业的低估值状态，我们认为在迎接新变局的过程中，低估值的龙头，价值有待重新发现。

（一）行业发展步入新阶段，需求、供给端共同作用

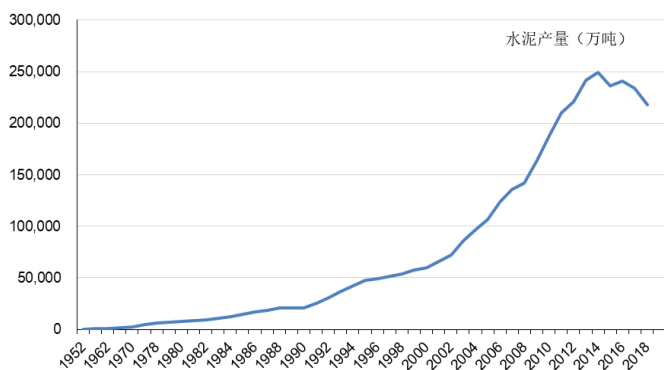
水泥行业作为强周期行业，下游需求主要来自于房地产、基建及农村市场，我国发展商品房、大力推进基建投资的历史，也是水泥工业发展壮大的进程。

建国初期，1952 年，我国水泥产量仅为 286 万吨，“一五”计划后 1957 年产量达 686 万吨，居世界第 8 位，仍远远无法满足经济发展需求；改革开放初期，1978 年，我国水泥产量 6524 万吨，居世界第 4 位，此后经过持续发展，至 1985 年国内水泥产量达 1.46 亿吨，跃居世界第 1 位。

1998 年住房政策由福利实物分房转向货币化的商品房为主，房地产市场迎来大发展，同时，基础设施建设也得以大力推进，我们得以见证水泥产量从 21 世纪之初的 5.97 亿吨，一路快速攀升至 2014 年 24.8 亿吨的历史高位。时至今日，国内水泥产量占到全球产量约 60%。

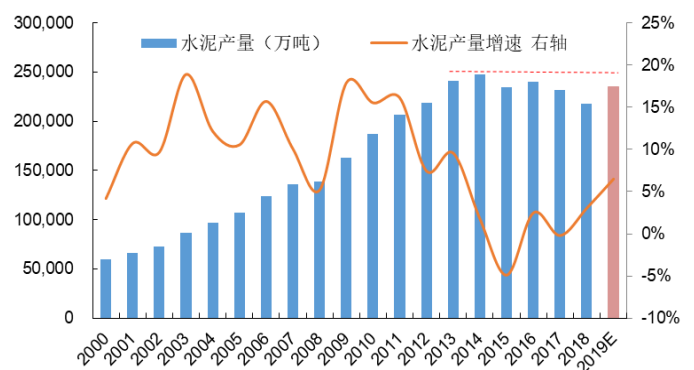
从 1998 到 2014 的 16 年间，水泥行业产量连创新高，这一阶段行业主要是看的需求端。而后随着水泥产量进入平台期，供给端产能过剩的问题更为突出，没有增量的情况之下，如何做好供给端的工作就成了行业及在位企业面临的主要问题。

图表 1 中国历年水泥行业产量（1952-2018 年）



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 2014 年后水泥行业产量步入平台期



资料来源：数字水泥网，华创证券

从 2000 年以来的水泥行业变化，可以大致分为 3 个阶段：

第一阶段为 2000-2008 年，此阶段特征是水泥需求持续高速增长。随着房地产市场的大发展，水泥产量由 5.97 亿吨猛增至 13.9 亿吨，年复合增速 11%。其中，2003 年水泥产量实现 18.9% 的同比高速增长，也是在这一年，国家确立房地产为支柱产业，房地产开发投资与销售价格均大幅增长，出现过热现象。此后，国家连续出台宏观调控举措，但房地产市场直到 2008 年全球金融危机之前，都保持了快速增长，带动水泥需求的大幅增长。

第二阶段为 2009-2014 年，此阶段特征是水泥产量持续增长，但增速一路下滑。水泥产量最高触及 2014 年 24.8 亿吨，6 年间年复合增速为 10%，尤其是 2011 年达到 16% 的同比增速后，水泥产量增速一路下滑。在这一阶段之初，2008 年金融危机导致全球经济衰退，国务院于 2008 年 11 月出台“四万亿”投资计划，支持房地产市场发展，并大力推进基建投资；随着刺激政策的推出，2009-2011 年，水泥需求继续快速增长，但与此同时，水泥产能迅速扩张，

导致了水泥行业产能过剩情况加剧。

短暂的刺激导致了房地产市场重新过热，2009 年 12 月，国务院出台“国四条”，自此开始，2010 年之后，宏观政策重新着力于遏制房价过快上涨。在经济“稳增长”的需要之下，基建在 2012-2015 年间维持了较高速增长，但随着房地产投资增速的持续下行，水泥产量增速亦快速下滑。

第三阶段为 2015 年至今，表现为产量总体维持在平台水平，宏观政策开始转向供给端。2015 年水泥产量出现首次下降，同比下降 4.9% 至 23.5 亿吨。随着需求端的放缓，水泥与钢铁、煤炭等周期性行业的产能过剩情况突出，2015 年中央经济工作会议聚焦“三去一降一补”。由此，供给侧改革、“三去”中的“去产能”，成为 2016 年以来周期性行业的主旋律。

而随着第三阶段的进一步发展，供给侧改革的边际效用有所下降，而需求端下滑的担忧加强，行业正步入需求端与供给端共同作用的时期。这一时期，房地产、基建投资的实际增速与预期的变化，以及错峰生产、环保限产等供给端的收缩与否，对水泥行业的影响都十分重要，行业的分析维度更趋于复杂多变。

需求：

从我国城镇固定资产投资增速来看，从 2009 年之后，一直是下行趋势，2016-2018 年，固投增速分别为 8.1%、7.2%、5.9%，2019 年 1-9 月，固投增速放缓至 5.4%，反映出投资在我国经济发展中的重要性持续下降。在“稳增长，调结构”的要求下，固定资产投资中的房地产投资和基建投资，则呈现出更多的波动。

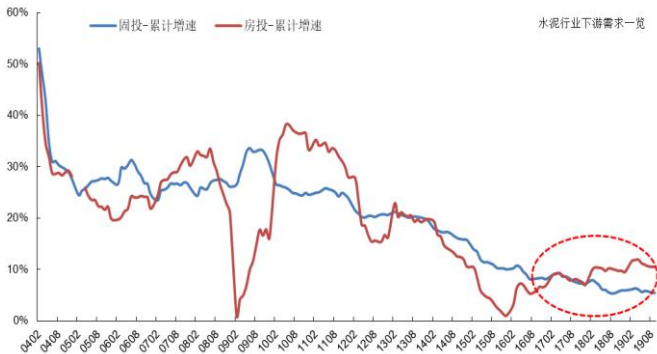
2016 年初以来，房地产投资增速回升，并总体保持了较高的增速，2016-2018 年，我国房地产投资增速分别为 6.9%、7%、9.5%，逐年有一定的上升趋势，2019 年 1-9 月，房地产投资增速为 10.5%，有进一步上行，但逐月来看，房地产投资的增速有所下降，表明房地产投资的降温。

基建投资在 2012-2017 年扮演了重要的稳增长角色，增速整体能保持在 20% 左右。2018 年，由于“去杠杆”的推进，基建投资增速有较大回落，当年的基建投资仅同比增长 3.8%。而从 2018 年中开始，政策开始关注拉动基建投资，以稳定经济增长预期，2019 年 1-9 月，我国基建投资增速回升至 4.5%。

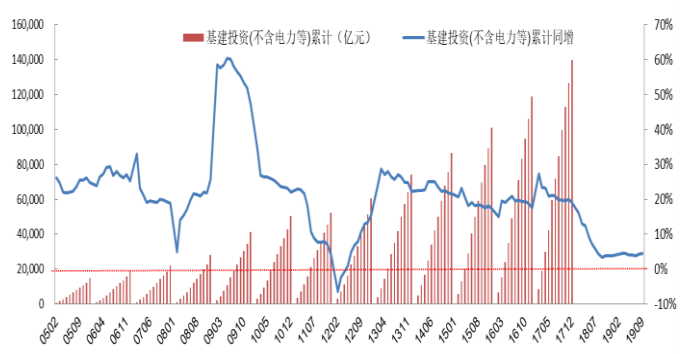
当前的宏观经济政策，仍旧强调房地产调控，同时加强了基建投资稳增长的力度，基于政策的导向，**对于 2020 年的水泥行业需求面，我们基本判断如下：**

- 1、预计房地产新开工趋势向下，施工增速惯性保持快增速，基建投资趋势向上。
- 2、房地产调控继续强调因城施策，政策继续发力基建稳增长。
- 3、融资方面货币政策维持稳健中性，基建融资条件有所改善，房地产融资条件较紧。

2020 年，我们预计经济发达与人口稠密地区，如华东、中南、东南、华北等地的水泥需求，在基建投资与房地产投资拉动下，仍将保持稳定或有小幅增长，水泥行业景气度有望高位稳定。

图表 3 国内固定资产投资、房地产投资增速


资料来源：国家统计局，华创证券

图表 4 国内基建投资及其增速


资料来源：国家统计局，华创证券

供给：

预计总体仍将保持平稳，行业担忧主要来自于错峰生产以及环保限产的放松、产能置换导致新增产能较多，主要集中在个别省份，而东部、南部地区大体供给仍保持平稳。**2020 年，在错峰生产、环保限产等控制下，行业供给预计仍将保持紧缩态势，个别地区或因新增产能较多而出现阶段性产能冲击。**

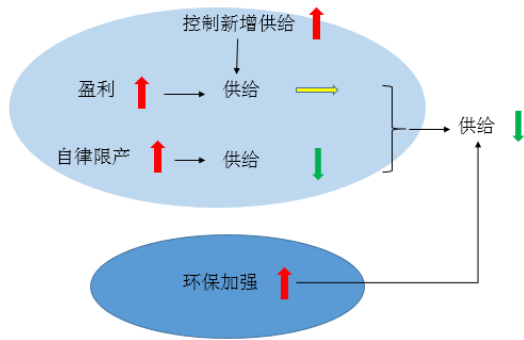
行业产能控制逻辑：

在“三去一降一补”、供给侧改革的大背景下，水泥行业的“去产能”是以市场化的产能出清为主。由于 2016 年以来房地产投资的复苏，水泥产品价格提升，行业盈利转好，导致既有产能的退出较为缓慢，早期的“去产能”更多是依靠行业自律之下的“去产量”，以“去产量”来换取“去产能”时间；与此同时，高盈利导致了行业中有新增产能的冲动，工信部、协会及大企业亦加强对于新增产能的控制。

随着近年来环保力度的空前加强，环保对于行业供给的影响更大，体现在：**1、行业限产、停产在时间和空间范围上双双扩大，供给收缩；2、产品生产、运输过程中的污染排放标准提高，原材料价格上涨。**从行业角度来看，我们认为行业自律与协同、控制新增产能是行业内生性的诉求，而环保限产则是外生性的，是产业结构升级、经济高质量发展背景下新增的外部变量。

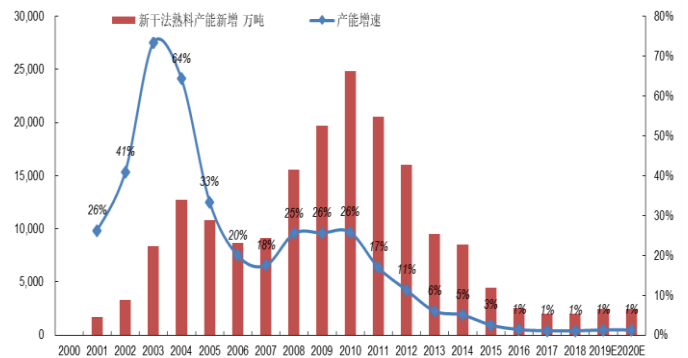
如图所示，1、随着近两年来水泥行业盈利水平的改善，行业自身是存在增加产能的激励与冲动的，历史经验显示盈利显著改善之后 6 个月会迎来产能新增的加快，但供给侧改革背景之下，工信部、行业协会、大企业均力主严控新增产能，因而能够在行业盈利改善之时保持供给的大致平稳；2、大企业维护市场、自律协同限产的力度加强，虽产能尚未出清，但行业总体的产能发挥，尤其是落后产能的发挥得到控制，水泥行业短期供给是下降的。以上 2 种路径均为行业内生性的，是行业基于自身发展做出的选择，最终导致了供给的收缩。此外，3、环保的加强，采掘、排放标准的提高，导致了水泥行业冬季错峰生产扩大，原材料价格提高，小产能或不符合环保要求的产能关停，总体亦引致了行业供给的收缩。

图表 5 行业供给增加与控制的逻辑图谱



资料来源：华创证券整理

图表 6 全国水泥熟料产能冲击



资料来源：数字水泥网，华创证券整理

从行业实际新增产能情况来看，现有行业在建或拟建产能（含置换产能）总计约 7500 万吨，将在未来 3 年内投资，年平均新增产能冲击，仍在 1%-1.5% 的较低区间内，考虑到水泥供给的柔性特征（即停复产成本较低，行业供给受限产影响较大），全国水泥供给的总体情况仍然较为健康。

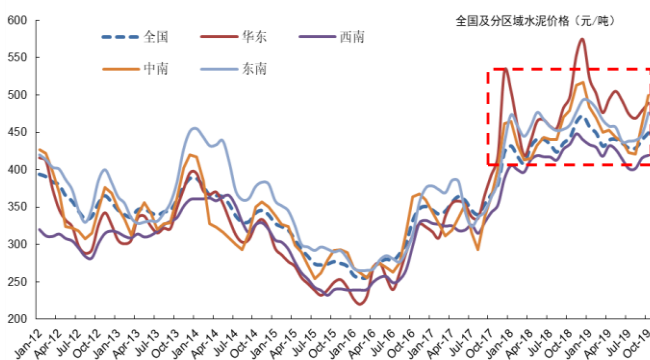
但不容忽视的是，2019 年，贵州等省的水泥价格已经跌至低位，表明在个别省份，随着脉冲式需求的回落，水泥的新增产能冲击仍有可能较为严重。

（二）价格攀至高位，业绩增速放缓，价格与盈利稳定性好

水泥行业进入平台期的特征，是水泥价格基本保持在较高水平，但年内水泥价格随淡旺季切换而波动加大。

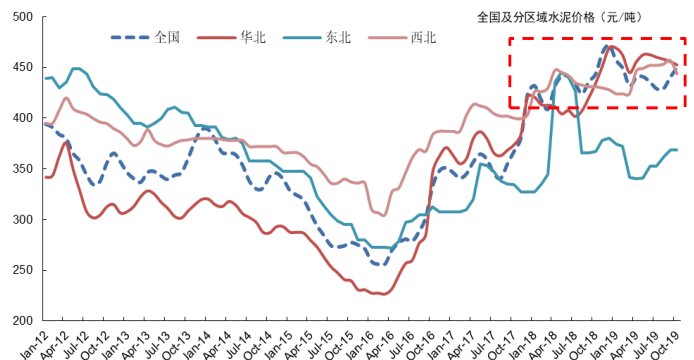
水泥价格自 2016 年初开始上涨，并于当年三、四季度实现较大涨幅，随后在 2017 年上半年维持在阶段性高位；2017 年三、四季度，随着旺季需求的拉动，水泥价格再度大幅上涨至新的平台；自此以后至今，全国水泥均价总体在 400-450 元/吨的区间波动，其中，华东作为高景气度地区，价格引领全国，2018 年四季度均价曾涨至 550 元/吨。

图表 7 全国及南部地区水泥价格运行状况



资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 8 全国及北部地区水泥价格运行状况



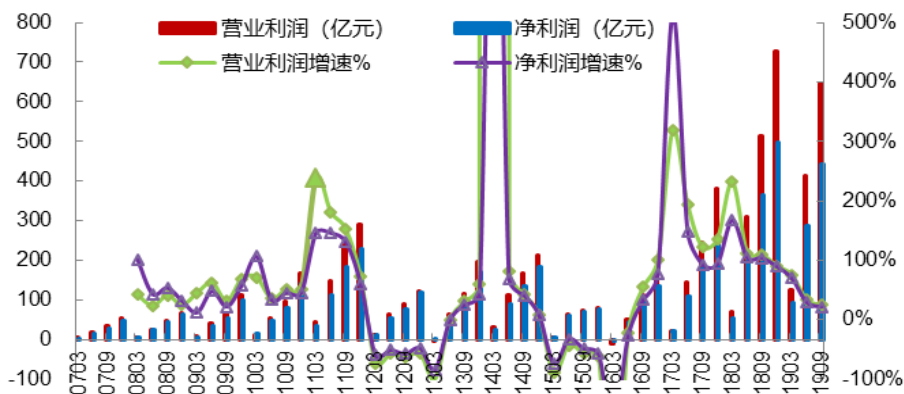
资料来源：数字水泥网，华创证券

水泥价格位于高位的同时，季节性的需求淡旺季，也导致了年内的水泥价格波动加大。由于华东区水泥价格常常是国内水泥价格的标杆，因此，水泥价格的波动，也基本与华东区域淡旺季相符合，即二、四季度水泥价格上涨，其中四季度水泥价格最高。总体上看，水泥价格的季节性波动无损于水泥的平台稳定性，在供需基本稳定的情况下，全国水泥价格大体上仍将维持稳定。

水泥行业随着价格的大幅上涨，自 2016-2018 年，行业，以及主要上市公司的利润均呈现高增长，我们汇总上市公司数据，显示 2016-2018 年，主要水泥上市公司的归属母公司净利润，分别平均增长 76.3%、93.5%、89.3%。而随着基数的逐步抬高，2019 年以来，水泥企业业绩的增速水平逐步下降，一、二、第三季度的增速水平分别为 69.6%、29.2%、21.7%。

基数的抬高，意味着水泥行业未来的盈利增长空间缩小，甚至将出现一定程度的下滑；而结合供、需、量、价的稳定状况来看，水泥行业的盈利将在较高水平保持相对稳定。

图表 9 汇总水泥上市公司营业利润、归属母公司净利润及增速



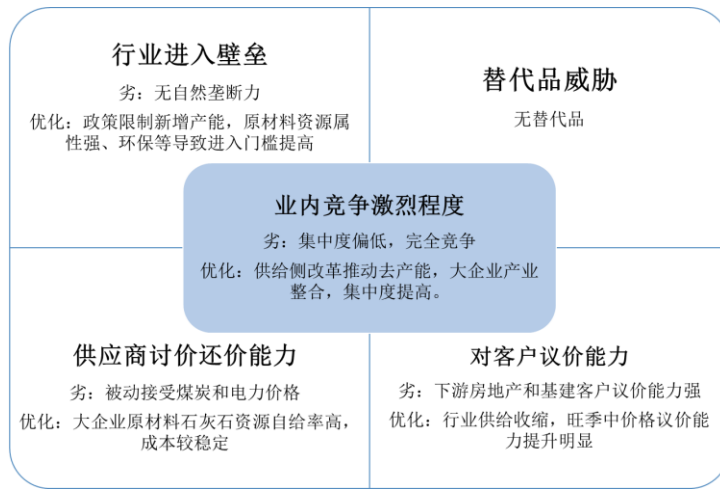
资料来源: Wind, 华创证券

(三) 行业跑道更好，巨头谋求新发展，处于低估状态

水泥行业在变局之中，行业竞争格局继续改善，从波特五力模型角度看：

- 1、虽煤炭等燃料成本仍有波动，但水泥行业掌握上游石灰石资源，原材料成本控制力强；
- 2、供给控制得当，行业熟料资源紧缺，产品对下游议价能力增强，且赊销减少，现金流及资产负债表优化；
- 3、行业内部兼并重组、整合等动作增多，恶性竞争态势缓解；
- 4、禁止新增产能，推进减量置换，异地产能置换未来亦有可能加以限制，行业壁垒提高。

图表 10 波特五力模型角度理解水泥行业跑道的优化



资料来源：华创证券整理

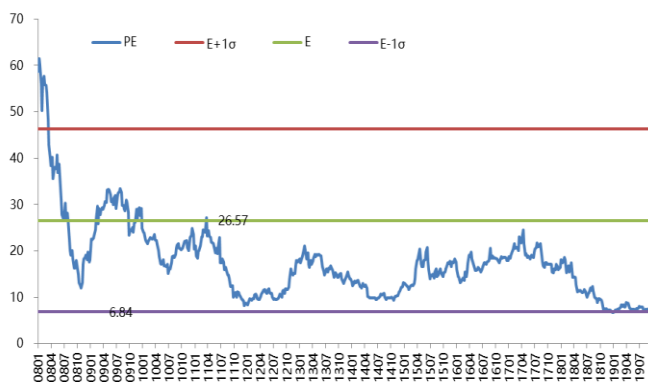
水泥巨头推进产业链延伸，及国际化步伐，为未来增长打开空间。主要方向包括：1、进入高盈利的骨料行业，通过收购等快速形成大规模骨料生产能力；2、开展东南亚、中亚、非洲等国际化业务，将水泥业务延伸至海外，享受当地经济发展带来水泥需求增长的红利。

估值：

水泥行业处于历史低位，反映了市场对未来水泥盈利的悲观预期，而综合供需两方面来看，水泥行业格局是在持续改善的，盈利水平的稳定性要好于预期，意味着水泥股存在一定的低估。

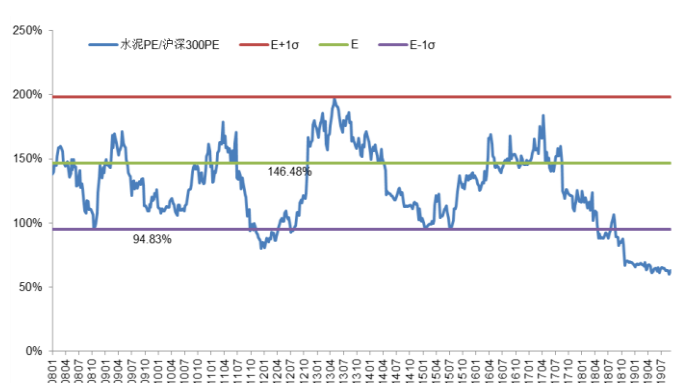
从水泥行业与沪深 300 指数的估值情况来看，当前的水泥行业估值水平已经处于历史最低点，水泥行业的估值仅相当于沪深 300 估值水平的 62%。我们认为随着水泥业绩稳定性的持续超预期，及水泥企业良好盈利带来的高分红率的持续等，行业的估值水平有望修复，龙头公司的价值有待重新发现。

图表 11 水泥行业估值处于历史低位



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 水泥行业相对沪深 300 的估值处于历史低位



资料来源：Wind，华创证券

二、玻璃行业迎竣工需求恢复，量价齐升

玻璃行业需求提升，供给收缩，行业景气度持续改善，在位企业量价齐升，业绩弹性正加速显现。

（一）玻璃行业景气度上行

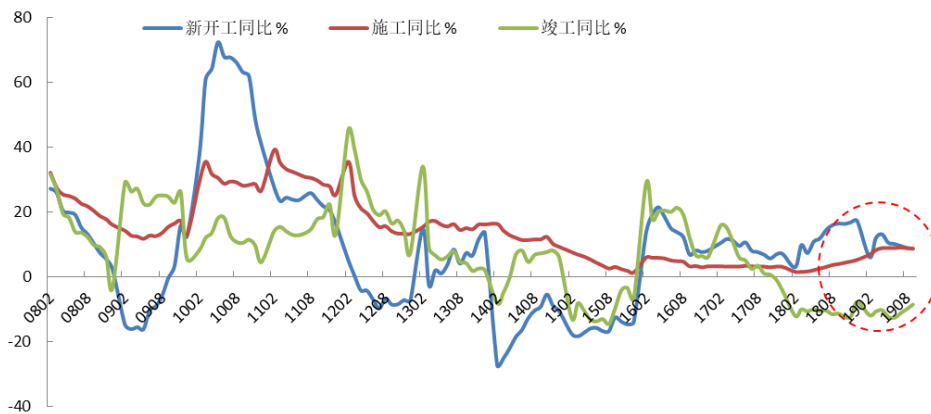
竣工需求抬升，环保导致供给收缩

玻璃的下游需求中，房地产占到 75%-80%，考虑玻璃的应用环节，主要是在房地产竣工阶段，施工面积增速，可以视作玻璃需求的领先指标。施工面积增速的回升，意味着玻璃的下游需求转好，而近几个月竣工面积的回暖，亦可印证玻璃需求的改善。

进入 2019 年，国内新开工面积增速有所下降，1-9 月，国内房地产新开工面积 16.6 亿平米，同比增长 8.6%，这一增速分别较 2018 年同期和 2018 年全年，下降了 7.8 和 8.6 个百分点。

而与此同时，施工面积增速抬升明显，1-9 月，国内施工面积 83.4 亿平米，同比增长 8.7%，这一增速分别较 2018 年同期和 2018 年全年，提高了 4.8 和 3.5 个百分点，结合国内庞大的施工规模，这一增速提升对建材品需求的拉动是非常显著的；房地产竣工面积的下降速度有所收窄，1-9 月，国内房地产竣工面积 4.7 亿平米，同比下降 8.6%，较 2018 年同期收窄 2.8 个百分点，自 2019 年 6 月，竣工面积增速的回升较为明显。

图表 13 房地产新开工、施工、竣工链条

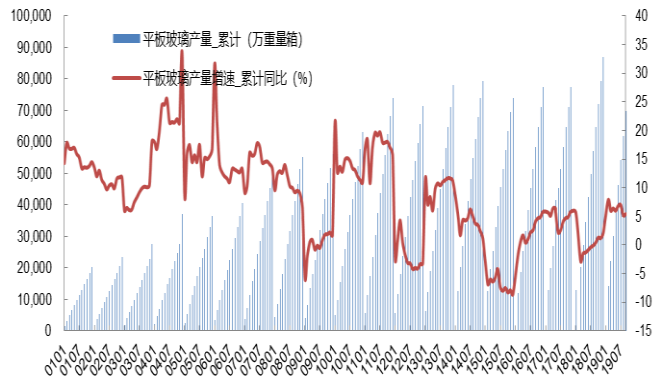


资料来源: Wind, 华创证券

随着需求的增长，玻璃产量增速加快。2019 年 1-9 月我国平板玻璃产量 7 亿重量箱，同比增长 5.4%；9 月我国平板玻璃产量 8015 万重量箱，同比增长 7.1%。1-9 月累计增速较 2018 年同期加快 5 个百分点，环比 1-8 月加快 0.2 个百分点。

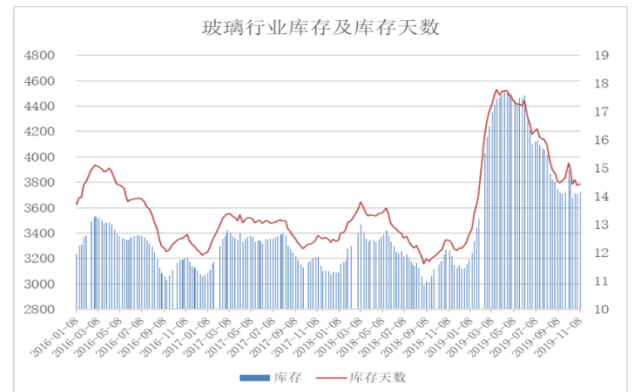
另一方面，玻璃产品易于储存，行业受库存影响较大。从库存指标看，2019 年以来，行业需求亦在持续改善。2019 年上半年，行业库存快速上行至高位，二季度曾达到 4500 万重量箱的高位，此后库存持续下降，近期库存降至 3700 万重量箱，库存天数 15 天。

图表 14 国内玻璃行业产量



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 玻璃行业库存 (万重量箱) 及库存天数



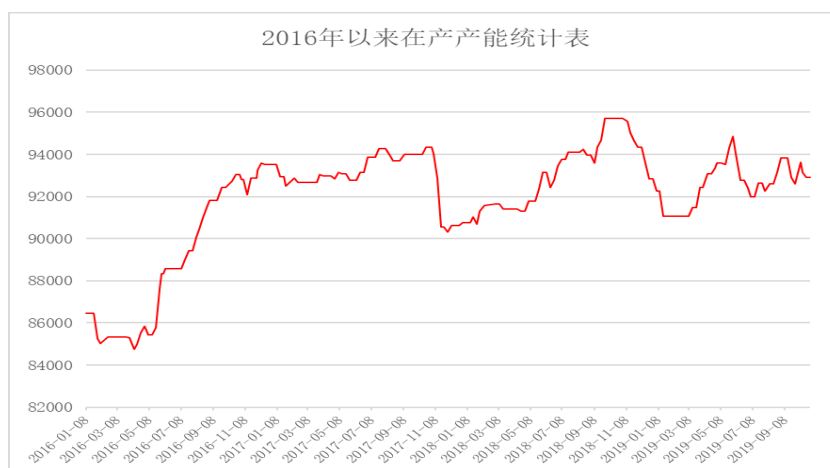
资料来源: Wind, 华创证券

玻璃生产具有刚性生产特征, 玻璃池窑一旦点火, 便需要连续生产 8 年左右时间。2016 年以来, 随着供给侧改革、环保治理力度的加强, 尤其是北京周边“2+26”城市的环保治理, 作为华北地区玻璃主要生产地的沙河市, 产能规模受到很大收缩。2019 年以来, 沙河市再度关停两条玻璃生产线, 从而地区的生产线数量, 从高峰时期的 42 条, 下降至今日的 26 条, 且在 11、12 月, 预计仍有 4 条生产线会陆续关停。沙河地区的供给收缩, 直接引致了今年 6 月以来, 华北地区玻璃价格的持续上行。

从更长、更广视角来看, 玻璃行业的供给预计将持续小幅下降。

2020 年, 行业新增生产线共计产能 7180 吨/天, 复产生生产线共计产能 7000 吨/天, 冷修停产生生产线共计 11300 吨/天。由于复产生生产线前期准备工作问题, 预计实际复产规模将大幅小于 7000 吨, 行业总体仍将维持供给收缩趋势。2020 年, 玻璃行业供给预计同比下降 2%。

图表 16 玻璃行业 2016 年以来在产产能统计 (单位: 万重量箱)



资料来源: Wind, 华创证券整理

(二) 价格上涨成本下行, 玻璃行业盈利弹性好

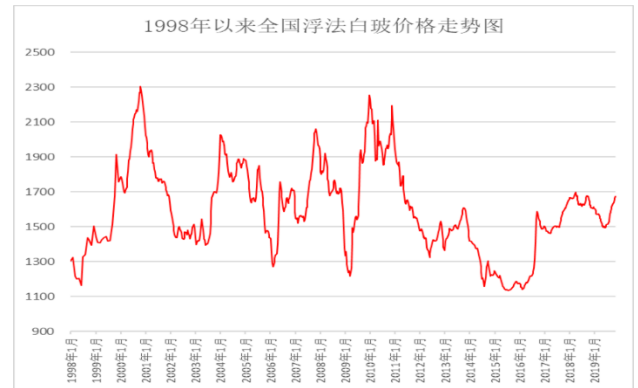
随着行业景气度的改善, 玻璃价格自 2019 年 6 月以来持续上行, 最近均价 1674 元/吨, 超 80 元/重量箱, 已经接近 2017 年底和 2018 年初的价格高位。但若放长视角来看, 当前的玻璃价格仅处于历史中等价位水平, 玻璃企业的利润水平并不算高, 供需稳定改善的情况下, 玻璃价格或有季节性的升降, 仍有望维持在当前价格水平左右。

图表 17 玻璃价格自 2019 年中以来持续提升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 玻璃价格处于历史中等位置 (单位: 元/吨)

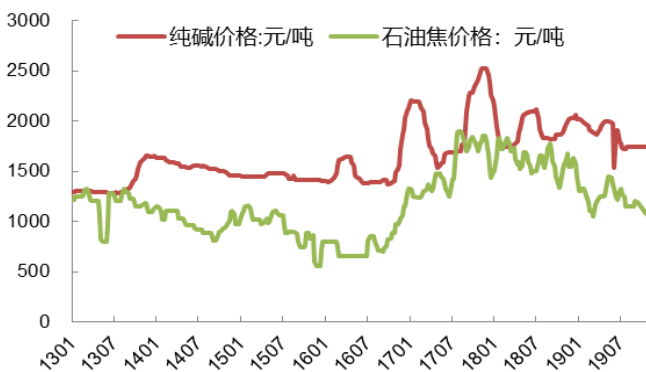


资料来源: Wind, 华创证券

玻璃的成本结构中, 原材料纯碱、燃料石油焦的成本占比较大。纯碱、石油焦的需求与宏观经济关联度高, 加之纯碱的产能投放较大, 2019 以来, 纯碱、石油焦的价格总体呈下行态势, 纯碱价格自 2000-2100 元/吨, 降至 1700-1800 元/吨, 石油焦自 1500 元/吨以上, 降至 1000 元/吨左右。成本的下行并保持低位, 为玻璃盈利能力的改善创造了条件。

我们模拟测算玻璃生产的平均毛利润水平, 测算行业单重量箱毛利从 2019 年中的 10 元, 上升至 11 月的 22 元左右, 若考虑龙头企业的成本和价格优势, 预计龙头企业的利润水平更为可观。

图表 19 纯碱、石油焦价格自 2019 年中以来回调



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 近期玻璃行业利润水平持续上升



资料来源: Wind, 华创证券测算

（三）产业升级，龙头走进发展新阶段

目前，国内玻璃行业在生产产线 234 条，在生产能力 9.3 亿重量箱。产能前十位的生产企业行业集中度为 54.96%。从集中度角度看，玻璃行业仍属较低水平，行业未来仍有提升集中度、产业升级空间。

玻璃行业龙头企业正走上产业升级道路，以旗滨集团为例，公司发布中长期发展规划（2019-2024 年），以稳步实现“做强和做大”和“高质量发展”为战略目标。按照既定目标，旗滨集团原片将再增加 8-10 线产线，整体做到增长 30%；节能玻璃同比增长 200%。公司提出“一体两翼”，左翼是产品优质化，右翼是产品的高端化，未来的业务板块，会涵盖浮法玻璃、节能玻璃、高铝玻璃，甚至会有药玻等等。旗滨集团作为国内原片最大生产企业，一方面做强原片生产，另一方面向下游延伸产业链，大力发展加工玻璃；与此前信义玻璃等由加工玻璃延伸至原片生产链条相同，代表了玻璃行业龙头的规模化、综合化发展道路。玻璃行业的竞争格局亦在改善，未来龙头的发展空间仍广阔。

图表 21 国内玻璃行业主要生产企业产能统计表

序号	公司	生产线数量	总产能（万重量箱）	比重（%）	在产产能（万重量箱）	比重（%）
1	漳州旗滨	25	9960	7.51	9600	10.34
2	信义集团	18	8280	6.25	7860	8.47
3	凯盛科技	22	6384	4.82	4722	5.09
4	台玻集团	13	6060	4.57	4590	4.94
5	南玻集团	13	5340	4.03	5340	5.75
6	河北迎新	13	5250	3.96	4500	4.85
7	望美集团	11	5010	3.78	4350	4.68
8	中国玻璃	15	4518	3.41	3108	3.35
9	金晶科技	12	4080	3.08	3150	3.39
10	沙河长城	8	3810	2.87	3810	4.10

资料来源：Wind，公司公告，华创证券整理

三、新型建材成长性好，行业龙头优势加强

新型建材细分行业众多，诸如防水材料、塑料管道等行业空间广阔，龙头公司市占率仍在提升过程中，应持续关注具备护城河的企业在中长期里的成长性。

（一）玻纤：产能冲击减少，价格底部或迎反转

玻纤行业需求维持稳健增长，龙头市占率及领先优势持续提升。近几年玻纤行业的需求一直保持较快的增长速度，一方面玻纤的应用领域日渐扩大，在风电叶片、汽车轻量化、航空、电子等新兴领域的需求稳步增长；另一方面海外市场的打开也可以带来新的需求增量。行业内的龙头企业，如中国巨石、欧文斯科宁、泰山玻纤等，近几年推进产能的优化与升级，领先优势明显。

2018-2019 年产能投放增多，但龙头的优势地位稳固。由于 2018-2019 年产能新增较多，不可避免的对玻纤产品价格造成了一定压力，粗纱价格进入 2018 年内以后，总体呈下降态势；电子纱因为需求领域较为单一，受到电子市场需求的影响，价格有较大波动。

展望未来，行业在建或拟建产能规模已经大量减少，如下表所示，2020 年的产能冲击，主要是巨石成都替换老线的智能制造生产线一期，纯粹新增产能有限，以及重庆三磊预计 2019 年底投产的 10 万吨生产线。随着 2018-2019

年大量投产产能的逐步消化，以及价格下降后行业落后产能的淘汰出清，2020 年玻纤行业有望逐步实现供需平衡。

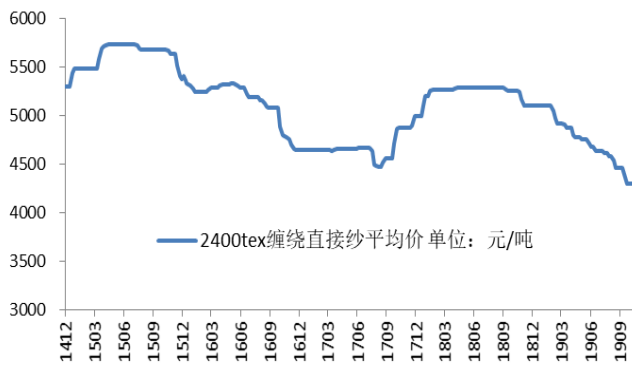
图表 22 目前在建或拟建玻纤生产线，未来产能冲击减小

省份	企业名称	基地	生产线	年产能	建设情况	备注
安徽	台嘉玻璃纤维有限公司	蚌埠	1 线	3 万吨	计划开工	暂无开工计划
江西	江西大华玻纤集团有限公司	江西	1	3	中碱纱技改无碱	现因资金问题，迟迟未动工
山东	泰山玻纤	泰安	7 线	暂未定	拟在建	点火计划未定，计划生产无碱粗纱
山东	泰山玻纤	泰安	8 线	暂未定	拟在建	点火计划未定，计划生产耐碱纱
辽宁	辽宁省炜盛新材料有限公司	凌源	2 线（通道拉丝）	7 万吨	中碱高性能纺织用纱	未开工
辽宁	辽宁省炜盛新材料有限公司	凌源	3 线（通道拉丝）	7 万吨	中碱高性能纺织用纱	未开工
河南	林州光远新材料科技有限公司	林州	四期 5G 用高性能低介电电子纱	暂不公布，但产能不大	高性能电子纱 5G	预计 2019 年底建成投产
成都	巨石集团成都有限公司	青白江区欧洲产业园	1 智能生产线	13 万吨	无碱玻纤粗纱	替换老线，预计 2020 年上半年初步建成
成都	巨石集团成都有限公司	青白江区欧洲产业园	2 智能生产线	12 万吨	无碱玻纤粗纱	替换老线，预计 2021 年上半年初步建成
重庆	重庆三磊玻纤股份有限公司	黔江区	2 线	10 万吨	无碱玻纤粗纱	计划 2019 年底点火
河北	邢台金牛	邢台	3 线	10 万吨	无碱玻璃纤维维纱	2019 年 2 月已动工，但进度慢
河北	邢台金牛	邢台	4 线	10 万吨	无碱玻璃纤维维纱	拟建

资料来源：公司公告，华创证券整理

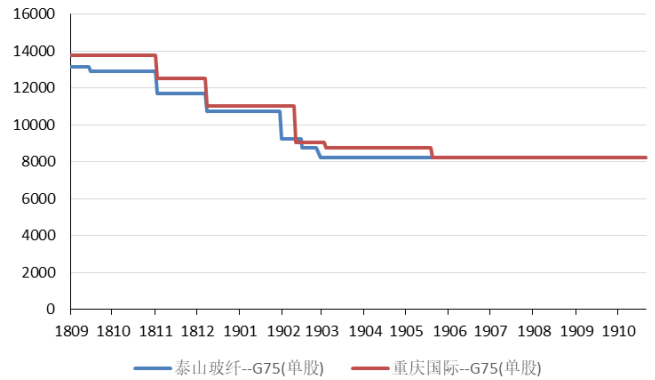
价格方面，粗纱、电子纱的价格底部区间特征明显，11 月 8 日，泰山玻纤率先对部分无碱玻璃纤维粗纱销售价格上调 200 元/吨；电子纱自 2019 年二季度以来底部持稳，近期陆续有上调价格动作。当前主要玻纤生产厂商的库存位于合理水平，随着供需平衡阶段的到来，玻纤价格有望逐步迎来触底回升。龙头企业持续推进产能的布局优化、成本优化，将优先受益于行业景气度的触底反转。

图表 23 粗纱价格降至底部



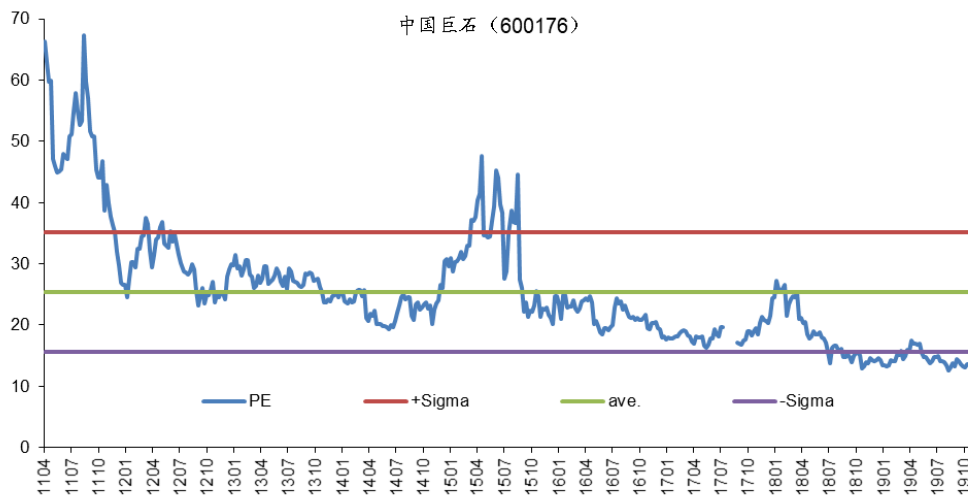
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 电子纱价格底部企稳 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 中国巨石估值处于历史估值区间底部 (TTM)



资料来源: Wind, 华创证券

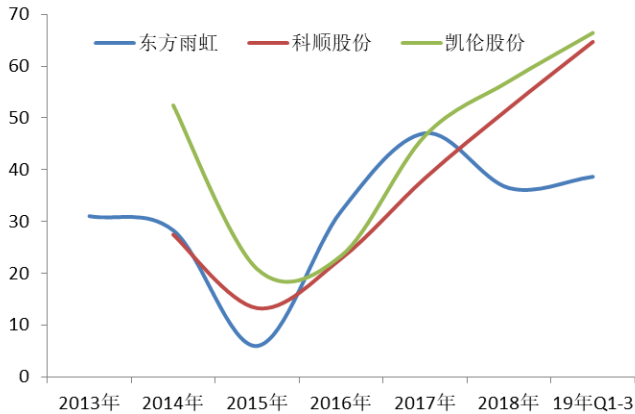
(二) 防水材料: 龙头延续高增长, 估值处于低位

受地产周期影响, 行业需求增速回落, 但下游集中度提升推动优势企业成长。防水材料下游市场主要为建筑和房屋领域, 受地产调控影响, 近年来行业需求增速下降。随着国内环保趋严, 防水行业的落后产能逐渐出清; 而下游厂商 (主要为房地产) 集中度提升, 推动行业集中度进一步提升, 市场份额向大企业集中, 有利于防水行业优势企业的成长。

龙头营收规模稳健增长, 延续一超多强局面。近年来, 行业内大公司的营收规模稳健增长, 尤其 2016 年开始营收增速快速回升, 经营情况逐年改善。东方雨虹 2017 年营收规模突破百亿元, 公司市占率提升至 10% 左右, 营收保持较快增长, 16 年、17 年、18 年的营收增速分别为 32%、47%、36.5%, 2019 年进一步加快至 38.6%。而行业内规模靠前的科顺股份和凯伦股份 16-19 年 3 季度的营收同比增速也持续较高, 随着头部企业的市占率进一步提升, 行业集中度继续提高, 预计未来国内防水材料市场“一超多强”的格局将会延续。

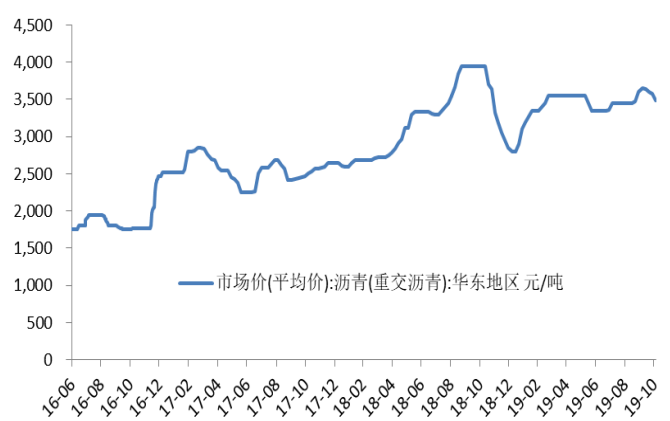
2018 年，沥青价格受原油价格波动影响较大，因而防水材料行业的利润率亦受国际原油价格波动影响。从 2019 年来看，沥青价格维持稳定，当前时点价格同比下降 11.4%，有利于防水材料的成本端改善。

图表 26 防水材料主要公司营收增速 (%)



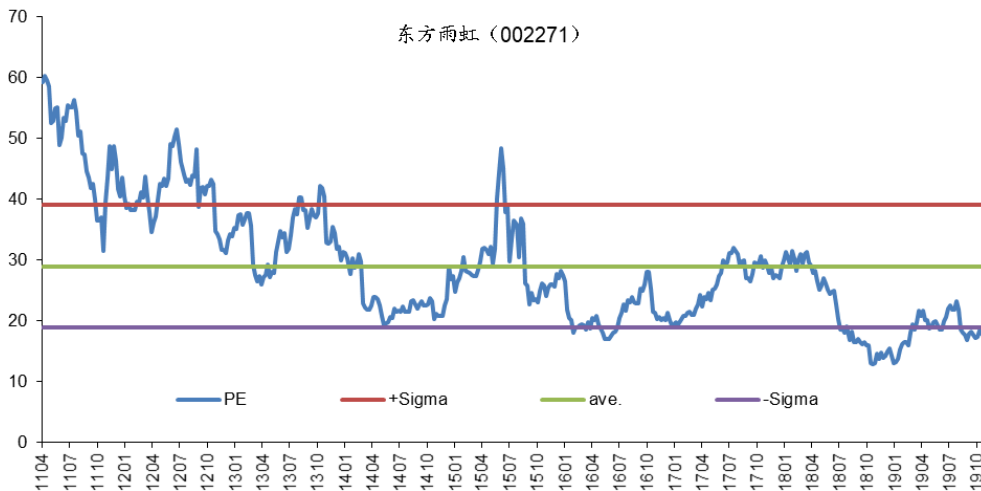
资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 沥青价格进入 2019 年波动减少



资料来源：Wind，华创证券

图表 28 东方雨虹估值处于历史估值区间底部 (TTM)



资料来源：Wind，华创证券

(三) 塑料管道：行业增长放缓，变局中龙头价值依旧

塑料管道按材质分为不同品种，其中 PVC 管道、PE 管道、PPR 管道是占比最大的三类。PVC 管道目前需求量最大，主要面向企业客户在给排水、通信、电力等领域的管材需要；PE 管道主要应用于市政给水系统；PPR 管道则主要用于家庭的冷热水管及采暖。应用范围的不同，也导致了塑料管道行业本身具备工程与家装的双重属性。

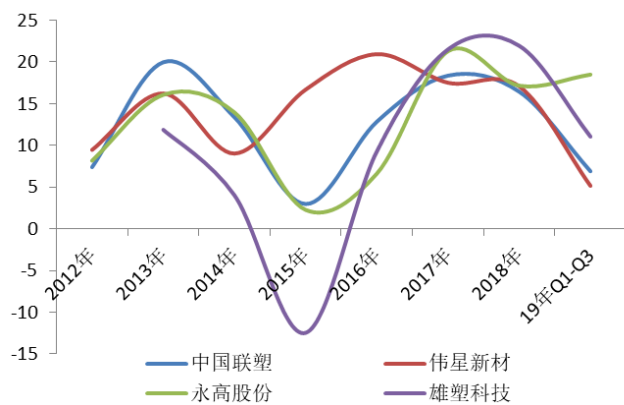
近几年，受地产和基建等下游市场需求增速逐渐放缓影响，我国塑料管道市场增速明显减慢。2011-2015 年，塑料管道行业年产量复合增速在 10% 左右，而到了最近三年，年增速已降至 6% 上下。据中国塑协预测，“十三五”期间（2016-2020）我国塑料管道行业增速将稳定在 3% 左右。在行业增速放缓的大背景下，龙头企业急需对现有行业

经销体系作出调整，从 2019 年 1-9 月经营数据看，行业主要公司除永高股份外，中国联塑、伟星新材、雄塑科技的增速水平均有所下降。

变局中，企业积极进行调整，以伟星新材为例，公司针对零售业务的压力，一是推进渠道下沉，提高空白市场的销售，二是精耕存量房市场，三是同心圆战略，PPR 等产品零售的同时，加强防水、净水业务的销售。

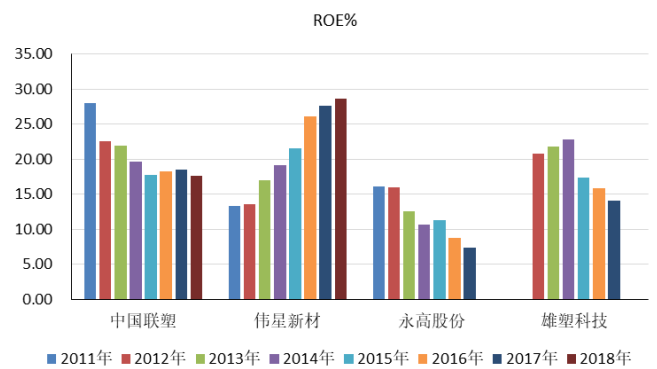
伟星新材作为家装管道龙头价值依旧，伟星新材是四家企业中，唯一一家近年来 ROE 水平不断提高的公司，由 13%（2011 年）上升到 28.6%（2018 年），其原因主要是公司零售模式的推广下，销售净利率水平不断提高。公司近年来的资产周转率总体维持在 1 的水平，较为稳定；权益乘数方面，伟星新材的资产负债率是最低的，仅为 20.7%（2018 年），从而其权益乘数仅为 1.29（2018 年），近几年来也较为稳定。

图表 29 塑料管道主要公司营收增速 (%)



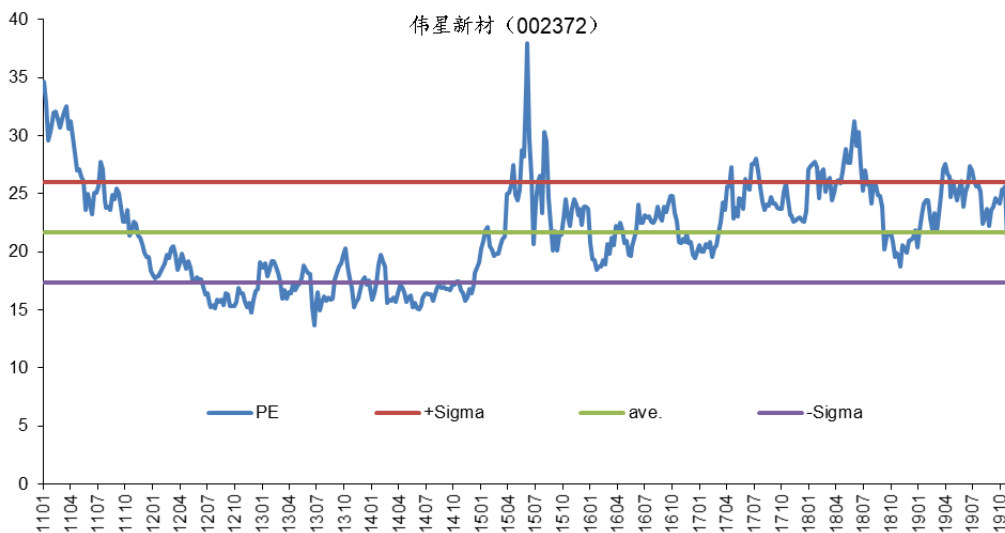
资料来源：公司公告，华创证券（中国联塑 2019 年为中报数据）

图表 30 伟星新材 ROE 稳定提升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 31 伟星新材估值处于历史估值区间中部 (TTM)



资料来源：Wind，华创证券

四、行业投资策略

需求稳定、供给受控的情况之下，水泥行业高盈利稳定性好于预期，龙头推进骨料业务、国际化等发展，当前价值处于低估状态，优选高景气度的华东、中南区域标的，推荐海螺水泥、华新水泥。

海螺水泥：

海螺水泥拥有国内最优的产能布局，区位及规模优势显著，盈利能力业内最优。2018 年同期的高基数导致海螺水泥 2019 年以来业绩增速放缓，但公司胜在盈利稳定性强，展望 4 季度及 2020 年，环保、自律限产等措施持续，供给端总体有序，需求端在房地产投资与基建投资综合影响下仍保持平稳较好，预计水泥表现观的量、价亦将呈现平台期特征，水泥企业，尤其是龙头的盈利稳定性有望继续超预期。

我们维持对公司 2019-21 年 EPS 分别为 6.15、6.37、6.60 元的盈利预测，维持“推荐”评级。

华新水泥：

华新水泥业绩弹性高，公司深耕大本营中南区域，景气度高，承接大股东拉法基豪瑞集团在西南的水泥资产，产能规模扩大，布局日趋完善。房地产、基建两大投资合力之下，水泥需求好于预期，环保与供给侧改革政策下，供给端控制有序，水泥量价在高位的稳定性有望继续超预期。展望未来，公司骨料业务、国际化业务持续推进，为公司可持续发展打下基础。我们维持对公司 2019-21 年 EPS 分别 3.34、3.55、3.74 元的盈利预测，维持“推荐”评级。

玻璃行业景气度提升，价格上涨、成本下降，盈利弹性有望显现，建议关注旗滨集团。

新型建材各细分行业空间广阔，行业集中度提升趋势仍在持续。

玻纤行业新增产能逐步得到消化，需求持续稳定增长，产品价格底部特征较明显，随着龙头的优势巩固，未来有望受益于行业景气度的触底反转，推荐中国巨石。

以东方雨虹、伟星新材为代表的白马股，正走出 To B 与 To C 融合发展的新业态，未来有望形成 ROE 高且稳定、市场空间广阔、营收增速快、现金流好等高质量发展之路。推荐东方雨虹、伟星新材。

中国巨石：

中国巨石具备技术、成本控制、产能规模等优势，前瞻性产能布局、持续的产品结构提升，及业内领先的盈利能力将助力公司进一步巩固龙头地位。随着玻纤新增供给消化，需求的持续提升有望带动价格从底部反转，公司作为龙头优先受益。我们维持对公司 2019-21 年 EPS 分别为 0.60、0.68、0.77 元的盈利预测，维持“推荐”评级。

东方雨虹：

公司防水材料行业龙头地位稳固且不断加强，销售保持高增速，公司业绩保持快速增长。我们维持对公司 2019-20 年归属母公司净利润分别为 19.4、23.3、27.6 亿元的盈利预测，对应 EPS 分别为 1.30、1.56、1.85 元，维持“推荐”评级。

伟星新材：

伟星新材产品零售属性强，保持高盈利能力，但房地产精装修比例抬升趋势下，公司零售业务拓展承压；公司

推进零售、工程双轮驱动，建筑工程业务获得快速增长，防水与净水业务亦积极开拓中。零售、工程业务并进策略下，公司未来仍有广阔成长空间。我们维持对 19-21 年归母净利润为 10.3、12、13.8 亿元的盈利预测，对应 EPS 分别为 0.66、0.76、0.88 元，维持“推荐”评级。

五、风险提示

水泥行业高景气度下，如房地产投资或基建投资增速大幅下滑，可能导致市场需求疲弱；当前行业高盈利，企业存在扩产能的冲动，如限产或控制新增不力，则水泥产品价格可能下滑；煤炭价格的波动会对水泥产品盈利产生较大影响。

防水材料、塑料管道等新型建材下游需求如下降，或原材料成本上涨，则会面临竞争加剧、盈利下滑。

玻纤产品出口较多，贸易摩擦会导致出口成本上升；玻纤新增供给增多，导致价格存下降风险。

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。

高级分析师：师克克

武汉大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪莉琼	销售经理		wangliqiong@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500