

建筑材料

南北方水泥错峰方案持续细化

评级：增持（维持）

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理：孙颖

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

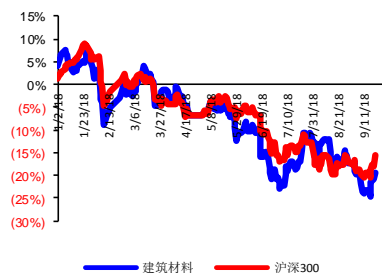
电话：021-20315782

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数 82
行业总市值(百万元) 725,438.311
行业流通市值(百万元) 563,083.939

行业-市场走势对比



相关报告

《旗滨集团深度：“环保限产+地产补库”驱动供需优化，高股息率构筑安全边际》2018.8.30

《伟星新材深度：家装+工程+新品齐发力，PPR龙头续写“伟大”征程》2018.8.14

《塔牌集团深度：粤东看塔牌，需求春风渐生暖——“水泥地图”系列报告》2018.8.7

《水泥：传统旺季即将来临，我们怎么看？》2018.07.30

《海螺水泥深度：资源禀赋和成本优势下的价值重估——“熟料资源化”系列报告》2018.7.22

《华新水泥深度：百年华新新征程——

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
海螺水泥	36.7	1.61	2.99	5.61	6.00	22.8	12.3	6.54	6.12	买入
华新水泥	19.3	0.3	1.39	3.36	3.68	64.3	13.9	5.74	5.24	买入
旗滨集团	4.2	0.32	0.43	0.52	0.59	13.1	9.8	8.0	7.1	增持

备注：

投资要点

热点聚焦：

■ 目前市场较为关注供给侧改革是否存在“矫枉过正”的风险以及今年旺季限产力度是否会边际放松。从目前水泥行业的情况看：其一、自上而下政策层面尚暂未见转向，无论是从高层对“蓝天保卫战”的重视还是政府年内考核指标来看，仍然对环保提出了很高的要求；其二、自下而上执行层面边际上仍然是趋严的，今年华东安徽、江苏、浙江等地区如此频繁的临时停产计划是前所未有的，而上文中我们也提到了错峰生产方案在持续的细化。我们统计了今年已公布的错峰生产计划，发现同比去年同期仍然是增强的（具体数据详情欢迎同我们交流）。因而我们判断，在短期趋势上，水泥价格转向的概率较小，旺季水泥价格仍将延续涨势。

图：2018年错峰生产边际仍有望持续增强

2016年	
错峰生产减少产能（万吨）	35591
2016年末熟料总产能（万吨）	185518
错峰生产影响产能占比	19.2%
2017年	
错峰生产减少产能（万吨）	51719
2017年末熟料总产能（万吨）	182082
错峰生产影响产能占比	28.4%
2018年	
错峰生产减少产能（万吨）	54083
2017年末熟料总产能（万吨）	182082
错峰生产影响产能占比	29.7%

数据来源：各地方政府公告，中泰证券研究所

■ 但不能忽视的是，由于近年上游（钢铁水泥等）供需关系修复较好，涨价导致的上下游之间的矛盾确实在增大（需求边际预期走弱，原材料成本上升，价格传导机制不畅）。近年上中游享受供给侧改革的红利，利润增速是超越全产业链条的（从今年的工业出厂价格可以看出，上中游工业品涨幅明显高于下游）；而且上中游企业居多的国企央企盈利快速增长，但是民营企业利润总额增速较差，市场整体活力与效率也许是向下的。中期来看政策层面是否会有平衡产业链利益的相关举措出台的确是值得关注的重点。

行业观点：

■ 我们认为在外部环境不确定性逐渐增大的背景下，内需的重要性体现的较为明显。无论是“绿水青山”、“理直气壮做大做强国企”还是“降赤字”都体现近年政府对自身资产负债表的修复诉求（做大资产、降低负债）；

固“水泥骨料”之本，培“协同处置”之元——“水泥地图”系列报告》

2018.6.14

《中泰建材 2018 中期策略—把握众多“不确定”中的“确定性”》2018.5.31
《水泥：传统淡季即将到来，我们怎么看？》2018.5.16

《北新建材深度：石膏板龙头，制造业典范，乘长风再破万里浪——“两材”系列报告之三》2018.4.30

《菲利华深度：半导体石英耗材龙头迎来新时代，再谱绚丽华章》2018.4.23

《帝王洁具深度：“情定”欧神诺，“帝王”再腾飞》2018.3.17

《中国巨石深度—匠心二十载，砥砺出锋芒（“两材”系列报告）》2018.02.25

《中材科技深度-从叶片龙头到复材翘楚，2018 再续新篇（“两材”系列报告）》2018.01.27

《2018 年度策略：“存量时代”，吹尽狂沙始到金-》2018.01.21

《上峰水泥深度：精耕华东，弹性出众》2018.01.05

“新旧动能转换”工作的迫切性，叠加当前不稳定的外部环境，发挥传统动能的造血作用可以说是无法避免的手段。但是去杠杆的大背景下，大放水的可能性是较小的，而“大水漫灌”的效果也必然会相比历史上大打折扣。因而我们并不对需求总量过分乐观，但也不过分悲观。值得重点关注的仍是“存量时代”下确定性的行业格局好转，如结构升级、去产能等趋势。我们近期持续建议关注确定性持续增强的南方区域的水泥以及玻璃，而成长板块龙头如（玻纤龙头中国巨石、中材科技，品牌建材龙头北新建材、伟星新材等）的整体长逻辑仍然是比较通顺的，部分股价出现回调反而是中长期的配置的较好介入时机。

■ **水泥：**水泥旺季到来出货量恢复，长江沿线水泥企业在今年产能控制升级的背景下，熟料库存低位维持（近五年最低水平）。但是随着天气和需求好转，华东区域第一轮普涨基本落地开启，全国水泥价格本周环比上涨 0.9%。长江流域水泥市场旺季“更旺”的起点已经开始。而后期安徽、浙江、江苏等地的临时停产可能会对产能端形成持续压力。同时，北方水泥企业价格冲击的问题有了较为积极的进展。相关龙头企业召开会议对于行业情况进行了协商，总体基调积极。我们认为随着后续旺季的到来、北方各地限产工作的有序推进，北方供需关系年内最差的时期有望度过（黑龙江部分地区价格出现回涨，具体执行情况有待观察，体现了市场整体的心态在重归平稳，后续辽宁也有涨价计划）。而越南地区的熟料进口问题，相关部门、企业也在积极着手通过市场、行政手段进行解决。

■ 从行业中报中我们能够看到行业几个较为积极的趋势：1、龙头受益成本曲线的持续异化，盈利中枢大幅上行；2、受益原材料收紧和环保趋严，涨价通道中产能去化加速，行业龙头企业的市占率延续增长（除受到临时停产影响外）；3、龙头企业对资源的综合开发利用加速，骨料等资源属性利润持续提升。

■ 我们认为平抑周期下周期品配置逻辑在悄然变化，而水泥行业是经济“新常态”下配置价值非常高的周期品。

➤ **其一、新常态下的需求周期平抑是大趋势：**当前经济状态下，旧动能仍然承载着较强的为新动能造血的功能，我们认为政府是更多希望看到新动能在经济中的占比越来越多，而不是旧动能出现断崖式下滑。近期政府的重要工作会议上明确指出，供给侧改革将仍然贯穿整个新旧动能转换的过程，我们认为政府是希望经济总量缓步回落的同时，同步加速供给的收缩，这也是当前政府工作的大方向。而基于当前的政府各项表述和核心的诉求，我们认为近年大部分工业品的价格还是会延续在较高盈利中枢下的震荡，不同的周期品振幅是不同的，但总体需求周期平抑是大趋势。因而对周期品的配置逻辑也在逐渐转变。

➤ **其二、平抑的周期下水泥的行业定价权最强、稳定性较高，价值属性逻辑最能讲通：**历史上看大家选择周期品一般都是觉得钢铁是优于水泥的，因为钢铁整个周期性更强，整个产业链条上杠杆较多，更容易从周期波动弹性中获益。但是我们觉得现在随着需求周期的波动变窄，而供给周期的扰动减少，我们在这个时点对周期品的配置逻辑和历史上看有明显区别，现在新常态下盈利波动整体波动越窄的行业，龙头企业相比于行业总体平均成本有明显优势的行业，

而且未来资产负债率比较低，分红率有提升能力的龙头。是可以讲类价值化的逻辑的，水泥从各个条件上来看比较符合这个标准。水泥是弹性、区域型产能，整个产业链条在国内、是本土化定价产品且产业链条上库存少，基本没有杠杆，受到预期的影响相对较小；大型水泥企业由于有自有矿山的原因，具有很强的上游属性，在目前的“供给侧改革”大背景下水泥龙头对于整体市场的定价权是非常强的。

- **其三、“熟料资源化”将持续对行业供给产生边际影响，加速企业出清和龙头的集中度提升、产业链条延伸。**2018 年随着政府诉求更加重视“绿水青山”，我国石灰石矿山的格局将从过去“规模小、散乱差”向“集中化、规模化、正规化”靠拢，采矿权的收缩与矿山的正规化将导致大量中小无证矿山的退出，大幅提高原材料石灰石矿石的边际成本。原材料的成本上升将促使行业分化，需要外购石灰石的水泥小企业由于竞争力加速衰弱逐步退出市场。相比之下，像海螺等一些水泥大企业由于拥有大量的石灰石矿山储备，基本不会受影响，反而能够获得更多的水泥和熟料市场份额，另外通过自有矿山为一些附近小的混凝土搅拌站提供骨料等获得更多具有“资源属性”的利润。水泥龙头布局混凝土、向拉法基“主要销售商混”的经营模式逐渐过渡，我们认为通过产业链条的不断延伸，水泥龙头企业甚至具备“二次成长”的逻辑。

- **玻璃：**我们近期走访了玻璃行业。环比来看下游需求有所转暖，企业出货量有所增长，前期较高的库存得到了一定程度的缓解。淄博会议后，主流企业统一执行了提价，以对冲成本端的上涨，企业单位盈利也出现了一定程度的回升。往后看供给端，根据邢台市环保局《2018 年大气综合治理方案》中要求无证企业停产，有证企业全年限产 15% 的要求，政府近期分别对相关企业的无证产线下达限期停产通知（上半年未落实停产），逐渐将开始落实（沙河鑫利二线 550 吨、沙河元华二线 1000 吨前日停产放水）。若后续无证产线持续按计划停产，叠加有证企业限产 15%，沙河地区整体产能边际将明显减少。
- 而从需求端看，上半年以来房地产新开工面积同竣工面积间出现了近年来明显的剪刀差，而当前地产企业在相对紧的政策环境下，加速周转的意愿变强。因而我们看到上半年的销售和新开工端的数据一直维持在较高水平，而库存则持续呈现去化。因而我们认为下半年地产企业的竣工情况有得到回补的可能性，从而提振玻璃需求。
- 总而言之，年初市场对于玻璃行业较高的预期已经逐渐被消化，估值逐渐同盈利匹配，而行业当前盈利也处于向上拐点。若后续供需边际能够持续向好，行业有望提现出相对明显的弹性。
- 中期维度看，我们仍然建议重视当前供需紧平衡的现状和后续需求存在的超预期可能。撇开排污许可证可能带来的行政化干预，2010 年之后的点火高峰仍然预示着玻璃行业即将迎来的冷修高峰期；而地产库存持续两年的去化，叠加竣工面积增速和新开工、销售增速之间出现罕见的剪刀差预示着补库存有一定空间。我们认为玻璃的供需两端均有向好的趋势，而这一时点后续的需求将是弹性的重要来源。推荐旗滨集团，作为行业内龙头，公司近年成本和产品结构加速改善，而随着二季度冷修

产线的复产，下半年销量环比上半年将有所提升，有效支撑全年盈利稳定增长。

- **玻纤：需求稳增，成长趋势不改，推荐中国巨石**
- **玻纤产线变动情况：**中国巨石第一条 15 万吨智能制造产线已于 2018 年 8 月 21 日点火；重庆国际 F05 线 5 万吨改 10 万吨合股纱技改项目已于 2018 年 8 月 15 日点火；光远新材 5 万吨电子纱项目于 2018 年 8 月 9 日点火。
- 玻纤作为替代性材料，近年在全球经济回暖和国内经济结构转型的大潮中，整体需求增长明显。风电行业回暖趋势明显、汽车轻量化领域的渗透率将逐渐提高、电子纱下游覆铜板领域订单饱满，我们预计玻纤需求在 2018 及未来几年仍然将维持稳定增长。
- **汽车轻量化用热塑玻纤纱方面：**热塑复材行业增速超过 11%，市场空间广阔。2016 年，我国热塑性复合材料产量为 196.5 万吨，同比增长 11.39%，占国内纤维复合材料制品行业总产量的 42.5%。Global Market Insights, Inc. 的研究报告显示，全球汽车复合材料市场总值到 2024 年将达到 240 亿美元。热塑复材的增长将推动热塑玻纤纱的需求。
- **风电方面：**2018 年 1-8 月风电新增装机 10.26GW，同比增长 19.41%，其中 8 月份，风电新增装机容量 0.8GW，同比下降 38%。同时，1-8 月份风电利用小时数为 1412 小时，同比增长 13.37%。
- **持续数年的高盈利确实刺激了一定程度的产能新增，但新一轮产能投放来自主流大企业，中高端占比较高，小企业由于资金和技术壁垒竞争力较差。**我们预计到 2018 年底，三大企业（巨石、泰玻、重庆国际）新增产能将达到 61 万吨；其他主要企业（长海、山玻、威玻、中材金晶）新增产能将达到 24 万吨；国外新增相对较少，接近 5 万吨。此轮产能新增主要来自巨石、泰玻和重庆国际等大型企业，且集中在热塑、风电等中高端领域。从行业需求来看，热塑型产品增速较高，近几年巨石和泰玻此领域的销售增速均超过 30%。且由于认证周期较长，用户粘性较高，新进入者很难抢占市场，我们预计三大家的产能增加将被新增需求逐步消化。中低端产能来讲，重庆三磊、江西元源等新进入者由于技术积累和资金相对紧张的问题实际产销情况不及预期。
- **中国巨石将进一步凭借自身积累多年的技术、资金、资源等优势，增强市占率和综合竞争力，在产业升级和“走出去”的大潮中，拥有一席之地：**1) 产能稳步释放确保销量稳增长；2) 产品结构高端（中高端占比接近 70%）；3) 公司成本优势明显，随着所有老线完成冷修技改以及智能制造产线投出，成本优势将继续保持；4) 公司近年来持续进行海外扩张，亮剑全球，成长空间进一步打开，我们预计美国产线将于年底投产，以外供外将进一步避免贸易摩擦的影响。
- **品牌建材：**对消费建材的投资我们建议看清长期的趋势，与时间为友，与强者为伴。长期看好北新建材、伟星新材、东方雨虹和帝欧家居，短期部分龙头因为原材料成本上升可能面临一定盈利能力下滑的压力，但是在行业集中度进一步提升过程中成本的转嫁只是时间问题。
- 我们推荐的消费建材类公司的成长性不仅源于细分行业市场规模的平稳增长，更来源于作为各细分行业龙头的内生增长带来的市占率和盈利

能力的持续提升，主要基于以下原因：

- 1) **2B 端**：地产商集中度和精装房比例的双重提升使龙头地产商具有更强的采购话语权，具备工程端优势且深度绑定的品牌建材企业将持续受益；
 - 2) **2C 端**：存量房的二次装修和消费升级带来的新增需求以及相对较小的单客消费金额使消费者更加看重品牌和服务；
 - 3) **矿产资源紧缺叠加环保趋严**，进一步淘汰资源储备不足的小企业，以及环保不达标的石膏板、瓷砖和防水材料企业。
- 除北新建材以外，其他装饰建材龙头公司市占率不高，具备“大行业，小公司”特点，随着地产集中度提升、消费升级以及环保趋严影响，龙头市场份额将持续提升。

■ **新材料**：半导体石英耗材龙头迎来新时代，推荐**菲利华**。

- 公司是国内石英玻璃行业龙头，在半导体、光通信、航天航空等领域技术优势明显：1) 在半导体领域，**公司是国内唯一获得主要半导体设备商（东京电子、应材、Lam）认证的石英材料供应商**；2) 在航天航空领域，公司是全球少数具有石英纤维量产能力的制造商之一，具有军方供货资质；3) 在光通信领域，**公司可提供绝大部分石英玻璃辅材器件**。
- **下游景气均向上**：全球石英玻璃市场规模接近 250 亿，半导体和光纤应用占比分别为 **65% 和 14% 左右**。1) 全球半导体进入景气周期，半导体石英需求量年增长有望达 15%。2) 5G 提升光纤景气：按照 2020 年 5G 商用，我们预计未来几年光纤需求年复合增长率为 25%，2018 年同比增长超过 20%。3) 国防装备升级加民用拓展，推动石英纤维复合材料稳步增长。
- **半导体领域进口替代空间大**：三大主业景气均向上，军工和光纤稳定增长，**半导体加速增长（2017 年半导体业务营收增速为 46%，2018 年上半年营收增速 50%）**，**随着半导体产业链向国内迅速转移，公司作为研发和技术龙头，产品质量和工艺稳定性已获得国际主流设备商的资质认证，而且相对海外竞争对手具有成本和本地化服务优势，有望加速实现进口替代。**

■ **风险提示**：房地产、基建投资低于预期，宏观经济大幅下滑，供给侧改革不及预期、政策变动的风险

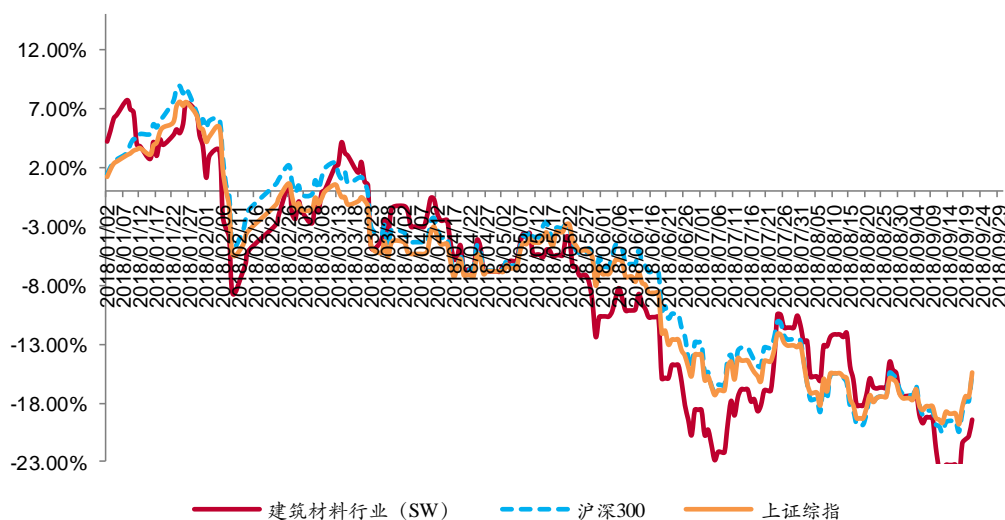
內容目錄

1、本周行情回顧.....	- 7 -
2、核心標的估值表.....	- 8 -
3、核心標的跟蹤.....	- 8 -
4、水泥行業本周跟蹤	- 11 -
5、玻璃行業本周跟蹤	- 14 -
6、玻纖行業本周跟蹤	- 16 -
7、風險提示	- 19 -

1、本周行情回顾

- 本周（2018.09.15-2018.09.21）建筑材料板块（SW）上涨 5.04%，上证综指上涨 4.32%，超额收益为 0.72%。
- 个股方面，在中泰建材重点覆盖公司中，红宇新材、海螺水泥、宝利国际、纳川股份、华塑控股位列涨幅榜前五，再升科技、帝欧家居、森特股份、罗普斯金、科顺股份位列涨幅榜后五。

图表 1：建材（SW）行业年初以来市场表现



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：本周中泰建材行业个股涨幅前五

代码	股票简称	股价(元)	本周涨跌幅(%)	相对大盘涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅(%)
300345	红宇新材	5.02	14.61	10.29	-24.40
600585	海螺水泥	36.71	11.41	7.09	29.51
300135	宝利国际	2.97	10.82	6.50	-19.64
300198	纳川股份	3.77	10.23	5.91	-43.38
000509	华塑控股	3.07	10.04	5.72	-49.84

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3: 本周中泰建材行业个股跌幅前五

代码	股票简称	股价(元)	本周涨跌幅(%)	相对大盘涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅(%)
603601	再升科技	6.98	-5.42	-9.74	9.44
300737	帝欧家居	10.57	-3.48	-7.80	32.31
002596	森特股份	7.35	-3.17	-7.49	14.63
603688	罗普斯金	11.69	-2.62	-6.94	14.25
300234	科顺股份	6.49	-1.21	-5.53	21.80

来源: Wind、中泰证券研究所

2、核心标的估值表

图表 4: 核心标的估值表

【中泰建材】核心公司估值表(20180921)

股票代码	股票名称	股价(元)	市值(亿元)	17年EPS	18年EPS	19年EPS	17年归母净利润(亿元)	18年归母净利润预测(亿元)	19年归母净利润预测(亿元)	总股本(亿股)	18年增速	PE(对应18年)	PB
600585.SH	海螺水泥	36.7	2001	2.99	5.61	6.00	158.6	297.17	317.88	52.99	87.4%	6.55	2.03
600801.SH	华新水泥	19.3	254	1.39	3.36	3.68	20.8	50.26	55.09	14.98	141.9%	5.74	2.13
601636.SH	旗滨集团	4.2	112	0.43	0.52	0.59	11.4	14.04	15.82	26.89	22.8%	8.00	1.58
000672.SZ	上峰水泥	8.8	72	0.97	1.72	1.86	7.9	14.00	15.14	8.14	76.8%	5.11	2.68
600720.SH	祁连山	7.6	59	0.74	1.04	1.08	5.8	8.10	8.40	7.76	40.9%	7.29	1.11
600176.SH	中国巨石	10.3	360	0.61	0.76	0.90	21.5	26.75	31.60	35.02	24.4%	13.45	2.76
002080.SZ	中材科技	7.8	100	0.59	0.68	0.90	7.7	8.78	11.66	12.91	14.4%	11.42	0.99
002271.SZ	东方雨虹	15.0	225	0.83	1.13	1.54	12.4	17.00	23.14	14.99	37.2%	13.23	3.29
002372.SZ	伟星新材	14.5	190	0.63	0.76	0.90	8.2	9.90	11.84	13.11	20.6%	19.19	6.23
000786.SZ	北新建材	16.6	280	1.39	1.68	1.89	23.4	28.34	31.91	16.90	20.9%	9.89	2.14
002798.SZ	帝欧家居	28.9	65	0.24	1.62	2.15	0.6	3.68	4.9	2.27	569.1%	17.77	2.20
300395.SZ	菲利华	14.9	45	0.41	0.56	0.75	1.2	1.69	2.2	2.99	38.5%	26.45	4.71
3323.HK	中国建材	5.9	497	0.38	0.83		32.3	70.00		84.35	117.1%	7.10	0.71

来源: Wind、中泰证券研究所

3、核心标的跟踪

- **海螺水泥: 熟料“资源化”加速, 龙头价值或迎重估: 需求端 2018 年仍将在高位维持窄幅波动:** 固定资产投资对水泥产量的拉动作用在逐渐减弱, 但是稳中求进的大基调将对水泥需求总量起到支撑作用。华东、中南区域仍是水泥需求最为旺盛稳定的地区。西北、华北地区有望通过基建规划实现扭转困境。**熟料“资源化”带来行业巨变:** 资源属性逐渐增强, 矿山严控已经成为水泥产能约束的重要因素。矿石产业升级迫在眉睫, 大小企业资源禀赋差距明显。熟料“资源化”倒逼行业出清。**错峰限产趋严, 行业自律深化:** 错峰限产仍然是行业供需关系的安全垫。“价在量先”已成共识, 行业自律将继续维持。**供给侧改革有序推进, 龙头价值有望重估:** 去产能行动方案将有序推进, 名义产能曲线将迎来

拐点。建立在当前需求整体高位维持窄幅波动，而行业格局持续向好的过程中，行业整体盈利将延续回升趋势。ROE 中枢逐渐上移，且波动逐渐收窄。同时企业资本开支不断减少，分红率提高，龙头企业的价值属性将会带来估值中枢的提升。

- **伟星新材：**伟星新材是专注 PPR、PVC 和 PE 塑料管道管材生产销售的龙头企业，2017 年营收为 39 亿，归母净利为 8.2 亿。公司通过强大的渠道、品牌和服务能力不断提高了市占率，建立高品牌溢价；近年毛利率稳步提升，2017 年为 46.7%（其中收入占比 56% 的 PPR 管材业务毛利率为 58.3%）。公司通过规模效应及精细管控，拥有远超前于同行的净利率，2017 年达到 21%。公司始终坚持“稳中求进、风险控制第一”的经营理念，以“可持续”的内涵为核心价值观，尤其注重现金流，2017 年经营性现金流量净额为 9.42 亿元。公司的 ROE 和 ROIC 自 2012 年起逐年上升，2017 年分别为 25.7% 和 27.6%。**塑料管道行业有明显的“大行业、小公司”特点，2017 年国内塑料管道产量为 1522 万吨，中国塑协预计未来三年行业增速稳定在 2.5% 左右；但是全国塑料管道行业较为分散，但集中度呈现上升态势，CR20 由 09 年的 30% 提高到 14 年的 44%。公司 2017 年总产量为 19.8 万吨，在整个塑料管道行业的市占率为 1.3%。我们测算出用于建筑给水的家装 PPR 市场空间超过 120 亿元，公司作为 PPR 行业龙头之一，市占率约为 7%。行业整体集中度提升仍然有明显空间。得益于多年来在品牌、渠道、服务等三方面的积累，我们认为公司在 PPR 零售领域的市占率将进一步提升：**1）塑料管涉及饮水安全和卫生，具有较强的消费属性，且由于其在总体家装费用中占比较低（塑料管材支出为 1000~2000 元），另外作为家装隐蔽工程的重要一环，痛点相对较多；因此，在家装消费升级的背景下，消费者对价格的敏感度较低，更倾向于选择质量有保障、服务到位的产品。公司的 PPR 产品质量过硬，多年深耕零售市场打造了较强品牌力。2）公司建立了一套扁平化的营销和管理模式，此模式能够让执行者有效执行公司决策管理思路，并对市场变化快速响应，具有较强的营销服务能力和市场竞争力。3）伟星推出的“星管家”免费增值服务已成为行业标杆，通过“三免一告知”的方式，为用户提供产品真伪鉴定、高倍水压测试、拍摄录制管路走向图及讲解产品知识等，极大地提升了用户粘性，且得益于扁平化的管理模式，公司对下游经销商有更强的管控力，对于增值服务的质量有更好的把控。公司将借助以上优势在 PPR 零售业务中进一步完善版图+纵深发展：1）成熟市场渠道进一步下沉（浙江等地已经渗透到乡镇）；2）近年加大新区域市场的拓展（西北、中部市场），且卓有成效，不断推进“星管家”和“双质保”联动，实现稳健发展。**工程和房地产市场多点开花：**近年来公司积极拓展新业务，2011 年开始布局“燃气事业部”，政府的一系列政策利好、对于市政工程招标的透明化以及对产品质量的重视，都为伟星在这一领域的发展提供了机遇。17 年公司 PE 产品营收增速超过 PPR，达到 23.80%。另外，公司不断完善房产工程业务模式，积极应对房地产行业新挑战。**防水、净水新产品上市，建立家装隐蔽工程完整生命线：**净水和防水两大家装隐蔽工程新业务稳步推进（目前华东地区防水试点情况推进良好，净水器销售也呈现稳健增长），未来有望借助零售渠道和服务、品牌优势切入并拓展市场，带来新的利润增长点，为公司带来新的增长活力。

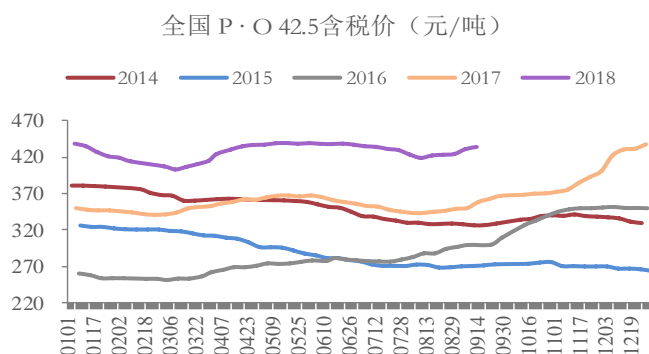
- **北新建材：成本端优势领先，拥有核心定价权：**石膏板行业未来稳定增长：石膏板目前市场空间约 30 亿平米，预计 2020 年提高到 34 亿，2025 年提高到 41 亿平米，CAGR 约 3.5%。目前我国石膏板主要用在吊顶领域，隔墙仅占到 5%；未来随着装配式建筑房屋渗透率提高，石膏板隔墙将逐步替代砖泥隔墙，进一步带动石膏板需求。市占率不断提高，定价权进一步增强：公司过去几年市占率逐步提高，2016 年达到 55%左右。2017 年，随着环保政策进一步趋严，许多河北和山东的中小石膏板产线被迫关停，公司的市占率进一步提高，据我们测算有望超过 60%。高市占率下，龙头企业的定价权进一步增强，公司于 2017 年三季度进行提价，盈利出现大幅增厚。成本端持续领先，叠加技术构筑核心竞争力：石膏板作为一种兼具工装和家装的装饰材料，工装属性更强，因此相比品牌力，产品的成本控制更加重要。公司具备以下核心竞争力：1) 公司利用电厂的脱硫石膏作为生产的原材料，获取成本低且稳定；由于具备区位优势的电厂资源有限，公司前瞻性的布局将构筑护城河；2) 石膏板生产技术主要掌握在企业手中，北新建材的“高强轻板”和“低密度石膏板”等技术使得板单重平均降低 13%，节约石膏 10%；3) 石膏板产线具备一定规模优势，公司的平均产线规模处于领先地位，从而在能耗水平和人工成本控制上持续优化，较同规模的公司成本更低。资本开支逐渐下降，盈利能力持续向好，未来股息率有较大提升空间：2017 年前三季度，公司的资产负债率仅 28.5%，未来随着全国化的布局逐渐完成，公司的资本开支下降，股息率将进一步提高。
- **中国巨石：夯实技术和成本优势，龙头强者恒强：**技术和成本优势确保盈利稳步增长：公司通过技改持续降低单位成本，盈利能力领跑国际竞争对手和中小企业。随着九江和桐乡产能后续投产，我们预计 2018 和 2019 年有效产能增速为 15%和 20%左右。全球玻纤需求稳定增长，公司将夯实成本优势，在量价齐升的浪潮中进一步提升盈利。深耕高端领域，进一步分享热塑、风电和电子纱红利：公司在热塑和风电纱领域的市占率为 16%和 37%，占据龙头地位。与此同时，公司积极布局电子纱领域，未来将新建 3 条 6 万吨产线。公司凭借技术、成本和管理优势将进一步分享高端领域红利。继续全球扩张之路：为应对贸易壁垒影响、避免反倾销税，巨石近年来持续进行海外扩张，截止 2017 年底，在埃及产能为 20 万吨，占比达到 15%。未来随着美国产线点火以及新建印度产线，海外产能将进一步提高。从国内到国际，中国巨石将进一步腾飞。
- **帝欧家居：1、收购欧神诺，切入高端瓷砖领域。2、瓷砖行业 5000 亿市场空间，“大行业，小企业”下龙头集中度逐渐提升，品牌企业最受益。**瓷砖行业市场空间巨大，新增需求+存量替换（住宅装修占比近 6 成）确保未来需求保持平稳增长。行业目前 CR10 仅为 10%，近年来龙头企业市占率逐渐提升（按收入口径算，2013-2016 年欧神诺、东鹏控股、蒙娜丽莎的市占率从 1.53%提高至 1.85%）。在地产开发商集中度提升、精装房占比提高和环保持续加码的趋势下，具有资金和品牌优势的大企业市占率有望进一步提高。**3、欧神诺工程渠道优势明显**：2014 至 2016 年自营工程销售占比均超过 55%。2016 年主要客户碧桂园、恒大、万科等的合同销售面积增长率分别为 74%、75%、34%，且其精装修比例均超过 80%，高比例精装房的大客户销售的高增长有助于工程业务持续放

量;积极拓展云商平台,与传统经销商共发力,2016年营收占比为42%,未来盈利和自主性有望进一步提高。4、并购事宜尘埃落定,资本、产业、客户和营销网络协同有望推动强者恒强。1)资本协同助力产能扩充:欧神诺将利用募集资金加速跑马圈地,充足产能为后续持续释放业绩及提高市占率夯实基础,同时规模效应将进一步提升盈利能力。2)产业协同:帝欧家居将借助欧神诺陶瓷领域优势,进军陶瓷卫浴事业。3)销售渠道协同:帝欧家居经销商网络强大,收入占比超过70%,但工程渠道客户拓展尚处于起步阶段;欧神诺则拥有强大的工程渠道,与碧桂园、万科、恒大等知名企业建立了全面战略合作关系,客户群稳定。鉴于卫生洁具、瓷砖的客户具有一定重合性,未来在客户资源上有望实现共享,帝欧家居在工程业务方面的拓展有望加速。4)营销网络覆盖区域互补:帝欧家居西南和华东区域营收占比达67%,欧神诺客户集中在华南和华东,占比为78%,两家的销售网络将实现互补,营销布局有望进一步完善。

4、水泥行业本周跟踪

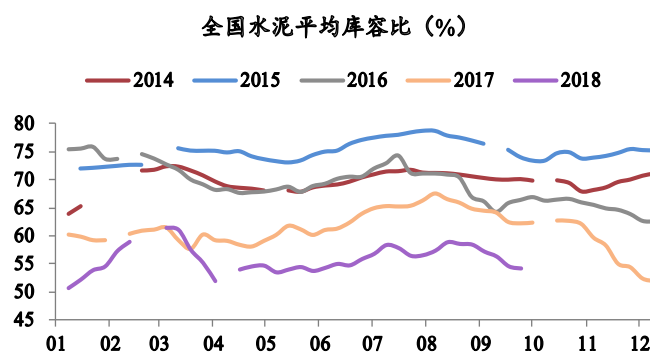
- **价格方面:** 2018年9月15日至2018年9月21日,本周全国水泥市场价格延续涨势,环比涨幅为0.5%。价格上涨地区主要是山东、重庆和陕西,以及皖北、苏北、湘北和黔南等地,幅度10-50元/吨;福建价格小幅回落10元/吨。9月中旬,国内部分地区受台风、降雨影响,下游需求阶段性减弱,因库存相对偏低,价格多延续上行态势,个别地区沿海地区如福建出现小幅回落。预计后期随着雨水天气减少,下游需求将会恢复,水泥价格稳中有升趋势不变。
- **库存方面:** 2018年9月15日至2018年9月21日,全国水泥库存较上周下降1.6%。华北地区库存没有变化,东北地区库存没有变化,华东地区库存较上周上升1% (上海上升10%,浙江上升1%,江苏上升1%,山东下降5%),中南地区库存较上周上升0.3% (广东上升3.3%,湖北下降1.3%),西南地区库存较上周下降3.1% (贵州下降10%,四川下降2.5%),西北地区库存较上周下降1.3% (陕西下降6.7%)。截至目前,东北地区库存最高,为63%。西南、西北、华北、中南地区分别为56%、60%、54%、55%。华东地区最低为47%。

图表5: 全国水泥价格(元/吨)



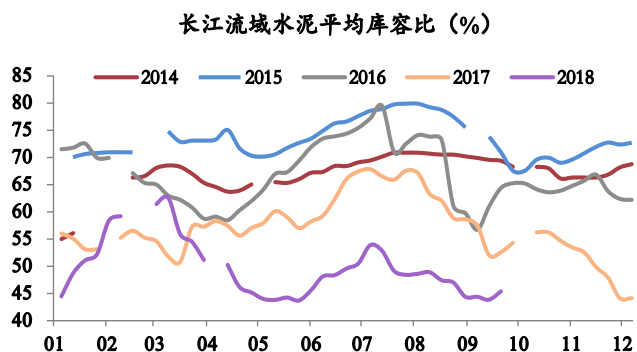
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表6: 全国水泥库存(%)



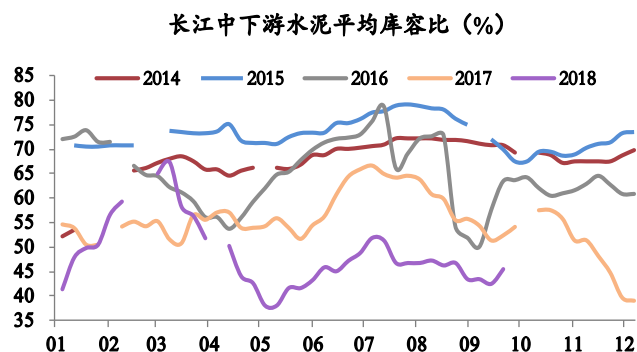
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 7: 长江流域水泥库存 (%)



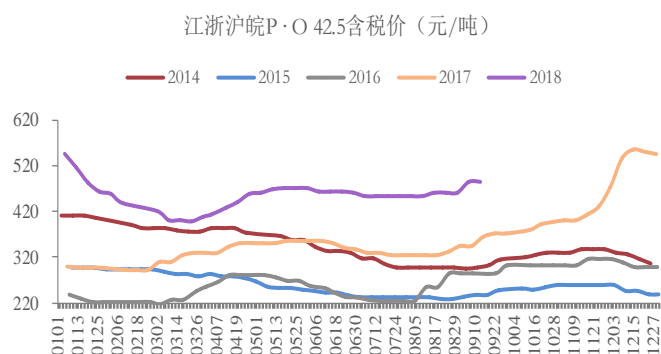
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 8: 长江中下游水泥库存 (%)



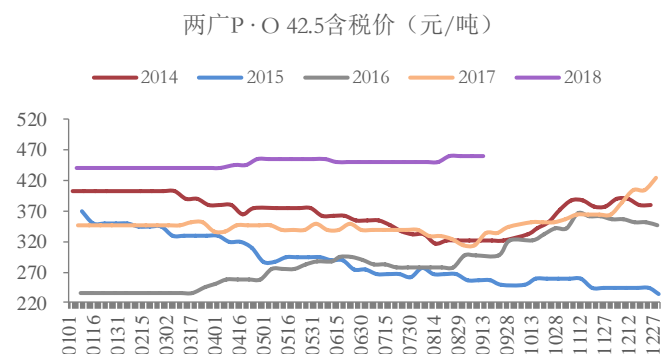
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 9: 江浙沪皖水泥价格 (元/吨)



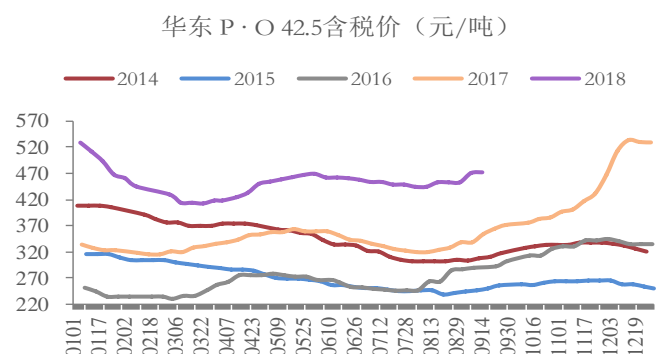
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 10: 两广水泥价格 (元/吨)



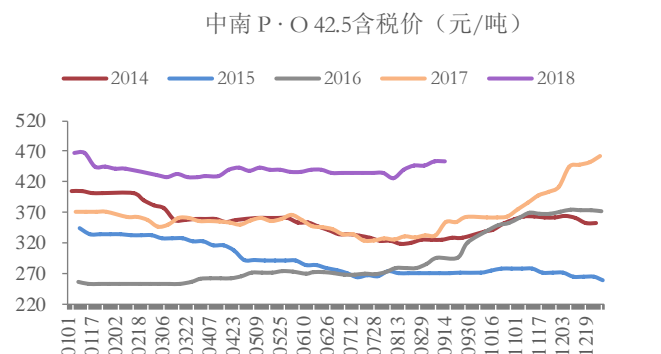
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 11: 华东水泥价格 (元/吨)



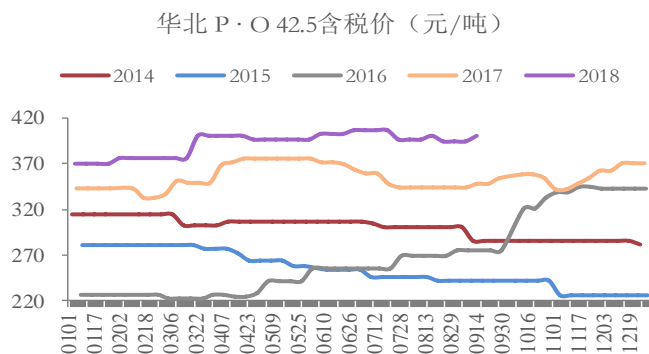
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 12: 中南水泥价格 (元/吨)



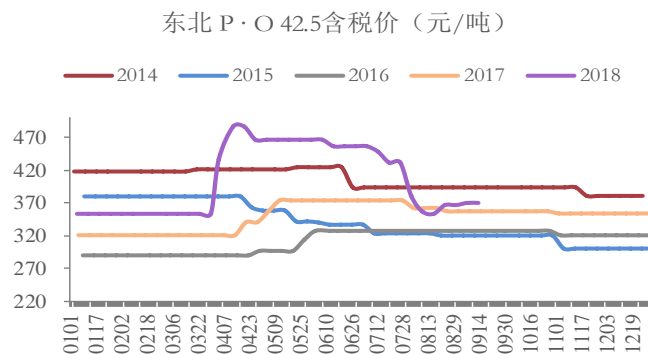
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 13: 华北水泥价格 (元/吨)



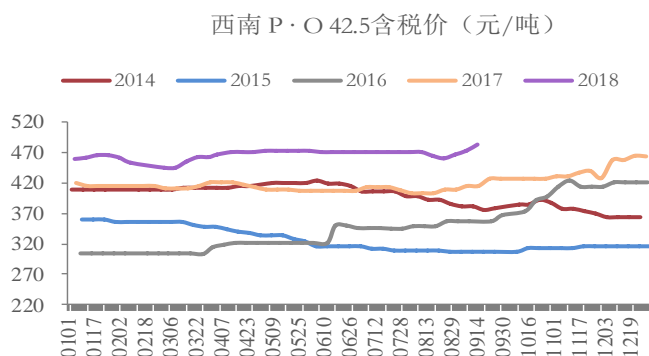
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 14: 东北水泥价格 (元/吨)



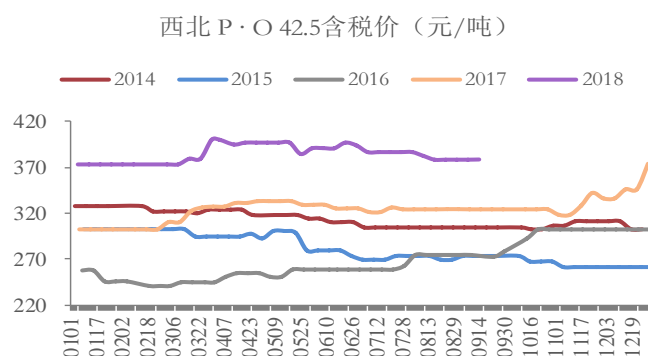
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 15: 西南水泥价格 (元/吨)



来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 16: 西北水泥价格 (元/吨)



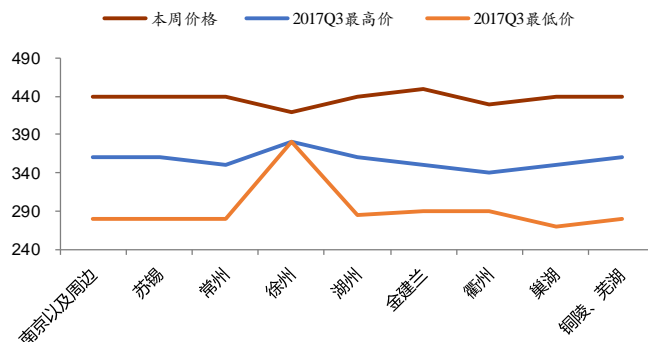
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 17: 水泥产量增速图



来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 18: 熟料价格对比

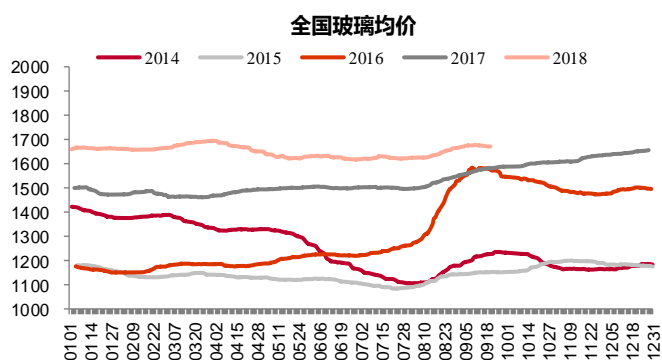


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

5、玻璃行业本周跟踪

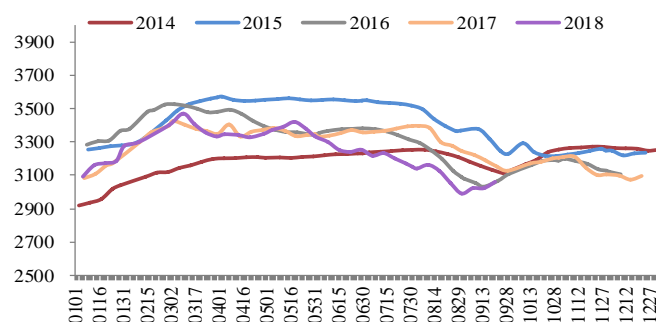
- **价格方面：**本周末全国白玻均价 1673 元，环比上周上涨 4 元，同比去年上涨 90 元。从区域看，华中和华南等地区价格有一定幅度的上涨，市场信心尚可；华北以及邻近的华东和西北等地区价格有一定幅度的回落；部分东北地区厂家价格也有回落的迹象。
- **库存方面：**周末浮法玻璃产能利用率为 72.04%；环比上周上涨 0.08%，同比去年上涨 0.70%。在产产能 94680 万重箱，环比上周增加 360 万重箱，同比去年增加 696 万重箱。周末行业库存 3062 万重箱，环比上周增加 41 万重箱，同比去年增加 91 万重箱。周末库存天数 11.80 天，环比上周增加 0.10 天，同比增加 0.44 天。
- **2018 年 9 月 21 日中国玻璃综合指数 1188.64 点，环比上周上涨 3.95 点，同比去年同期上涨 54.02 点；中国玻璃价格指数 1220.01 点，环比上周上涨 3.18 点，同比去年同期上涨 65.23 点；中国玻璃信心指数 1063.14 点，环比上周上涨 7.03 点，同比去年同期上涨 9.16 点。**在传统的销售旺季金九银十的走势过程中，今年的玻璃现货市场整体要弱于前年和去年同期水平。一方面是目前国内房地产建筑装饰装修市场需求间不及预期，部分出口的玻璃原片（颜色玻璃和镀膜玻璃）、深加工产品受到贸易摩擦造成的部分国家汇率大幅度变化所导致的需求减弱；另一方面是今年以来供给端综合能力增加，虽然部分北方地区八月份集中停产 3 条生产线，但全国供给总量是增加的。9 月份以后部分北方地区厂家在旺季削减之前的库存，由于价格优惠幅度比较大，影响了正常价格产品的销售，也对本地和周边市场原有的价格体系造成一定的影响。

图表 19：全国玻璃均价（元/吨）



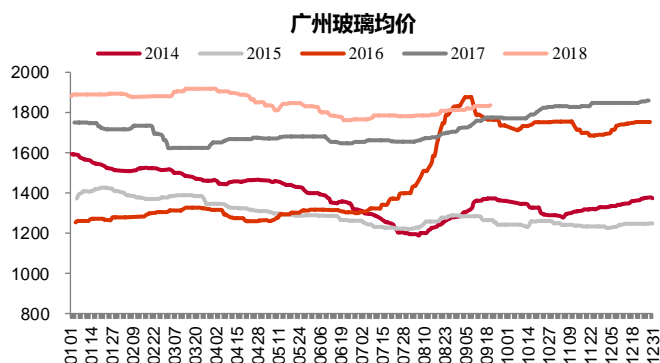
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 20：全国玻璃库存变动走势图



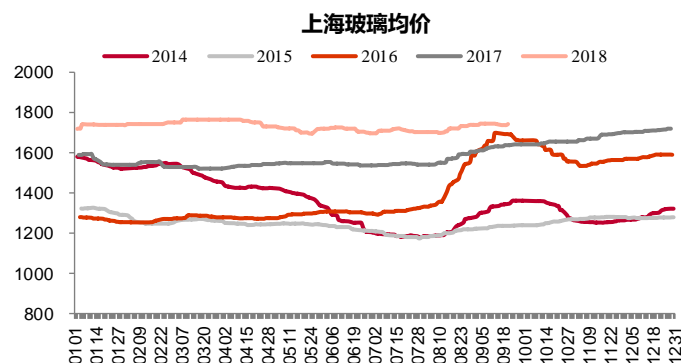
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 21: 广州平板玻璃均价



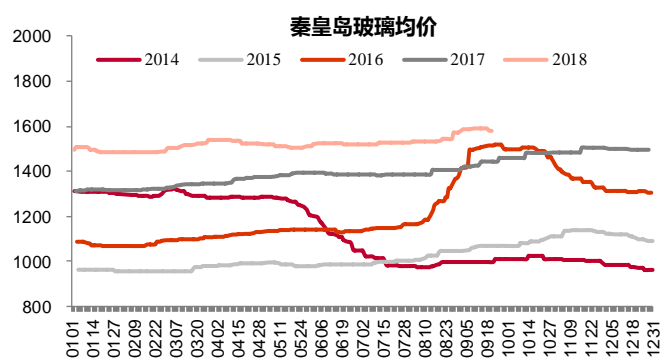
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 22: 上海平板玻璃均价



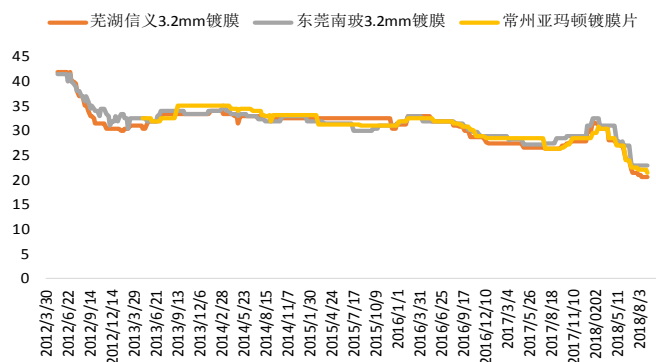
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 23: 秦皇岛平板玻璃均价



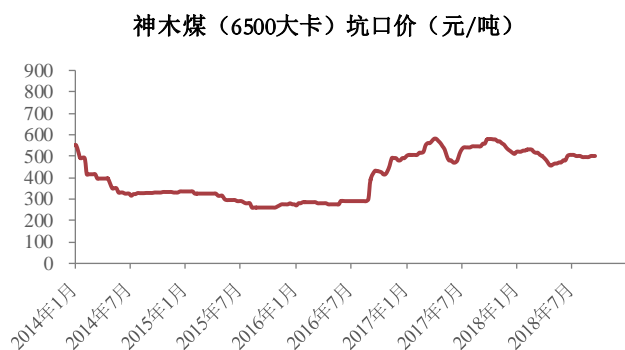
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 24: 光伏玻璃均价走势图



来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 25: 神木煤 (6500 大卡) 坑口价



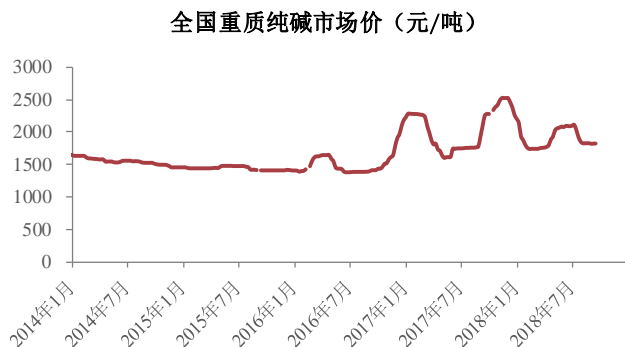
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 26: 华北石油焦价格



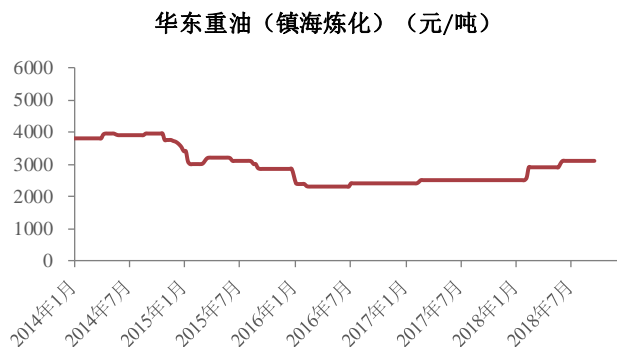
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 27: 纯碱价格



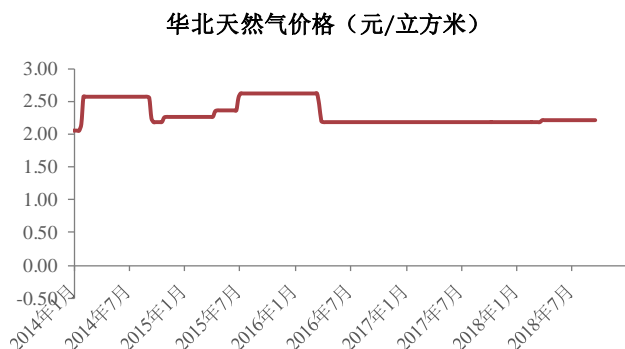
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 重油价格



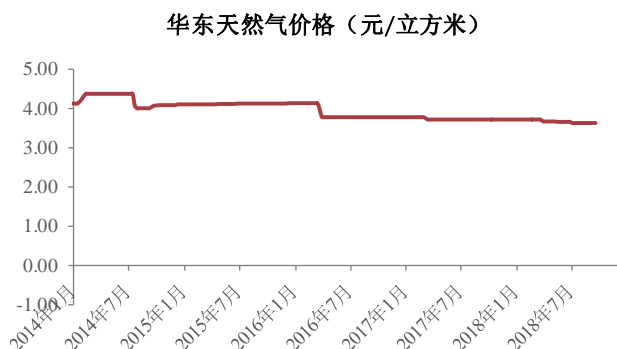
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 29: 华北天然气价格图



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 30: 华东天然气价格图



来源: Wind、中泰证券研究所

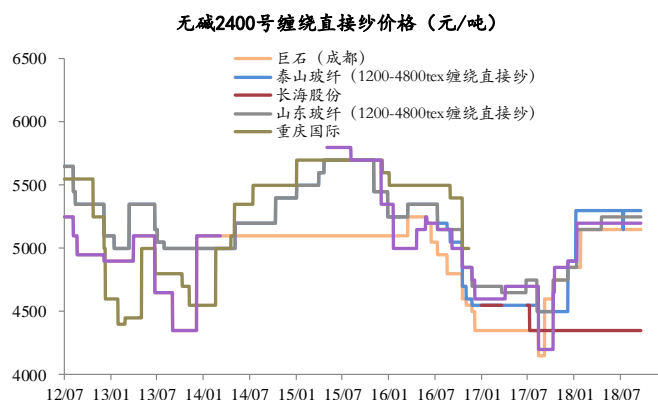
6、玻纤行业本周跟踪

- **无碱玻纤:** 据卓创了解, 近期无碱粗纱市场价格稳中小幅下行, 部分厂主流产品实际成交价格环比下调 100 元/吨左右, 现阶段整体供需表现尚可, 但较前期各厂走货略放缓, 库存小幅上涨。但现阶段今 2400-4800tex 缠绕直接纱价格有松动, 其余热塑类合股纱价格暂时维稳。目前, 大众型产品 2400tex 缠绕直接纱价格暂时维持 5000-5100 元/吨不等, 不同客户价格不同。其余厂家价格暂时报稳, 但实际成交存下行预期, 预计短期内市场价格或稳中偏弱运行。目前主要企业普通等级无碱纱产品主流企业价格报: 无碱 2400tex 直接纱报 5000-5100 元/吨, 无碱 2400texSMC 纱报 6200 元/吨左右, 无碱 2400tex 喷射纱报 7000-7200 元/吨, 无碱 2400tex 毡用合股纱报 6000-6100 元/吨, 无碱 2400tex 板材纱报 5700-5800 元/吨, 无碱 2000tex 热塑合股纱报 5800-5900 元/吨。
- **中碱玻纤:** 据卓创了解, 本周中碱纱市场运行平稳, 成本面来看, 中碱

玻璃球价格暂无调整，为中碱纱市场价格维稳提供利好支撑。需求面来看，多数厂家走货尚可，但受相关政策影响，部分地区生产厂家生产受到一定影响，多数按订单生产，库存偏低位，后期即将进入供暖季，北方市场生产或受到一定限制，具体价格调整仍看需求变化，短期看价格暂稳。现北方市场主流价格：中碱100tex、115tex、134tex直纺纱主流出厂价报5800-6000元/吨；中碱细纱价格：中碱33支、45支分别报价9200-9300元/吨，9000-9100元/吨，出厂含税。

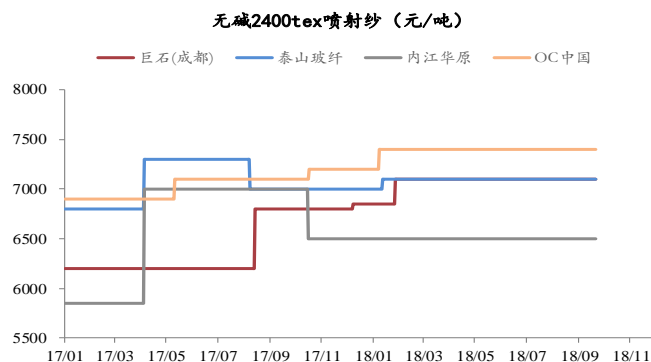
- **电子纱：**据卓创了解，池窑电子纱市场运行相对平稳。中高端型号产品仍较缺货，但主流电子级无碱电子纱供需无较大变化，多数厂仍以稳价为主。现主流成交价格维持在12800-13500元/吨不等。个别厂实际成交较灵活。预计短期电子纱价格主流以稳中调整为主。

图表 31：无碱 2400 号缠绕直接纱价格



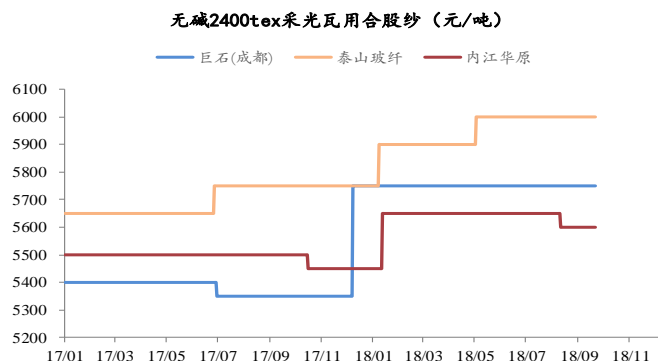
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 32：无碱 2400 号喷射纱价格



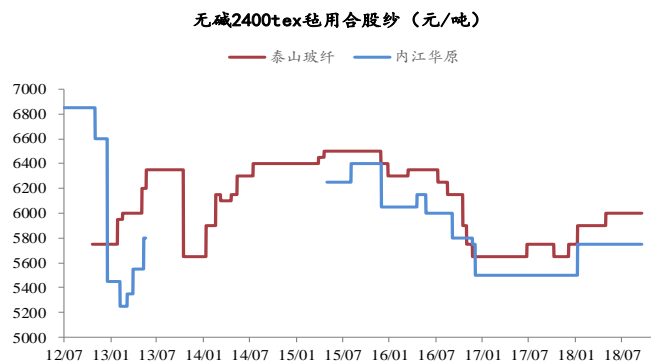
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 33：无碱 2400 号采光瓦用合股纱价格



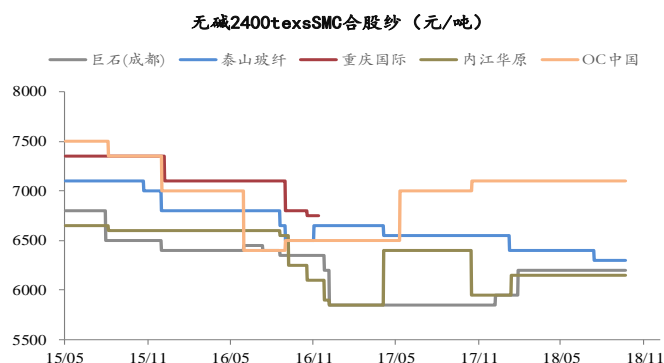
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 34：无碱 2400 号毡用合股纱价格



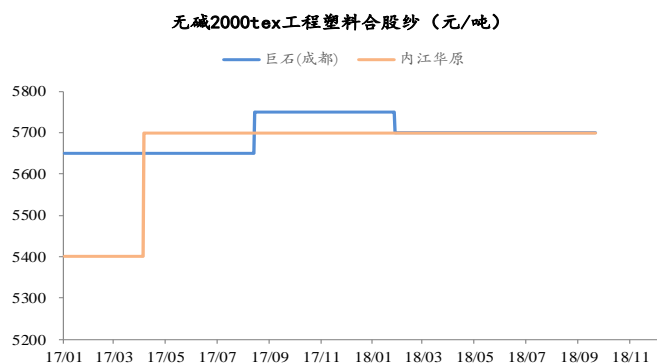
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 35: 无碱 2400 号 SMC 合股纱价格



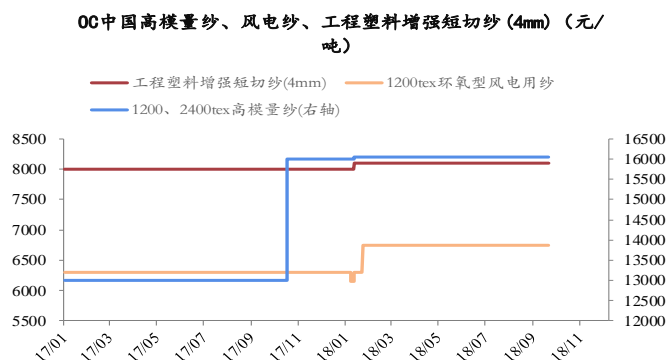
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 36: 无碱 2400 号工程塑料合股纱



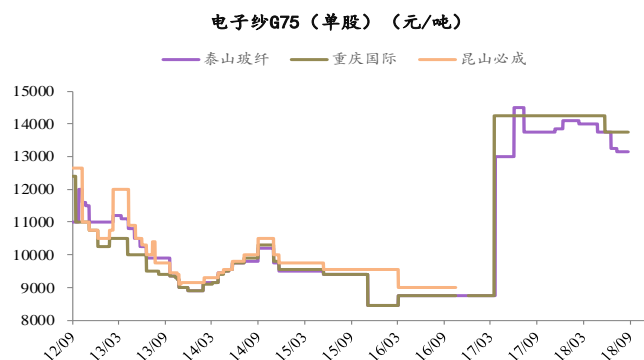
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 37: OC 中国高模量纱、风电纱、工程塑料增强短切纱(4mm)价格



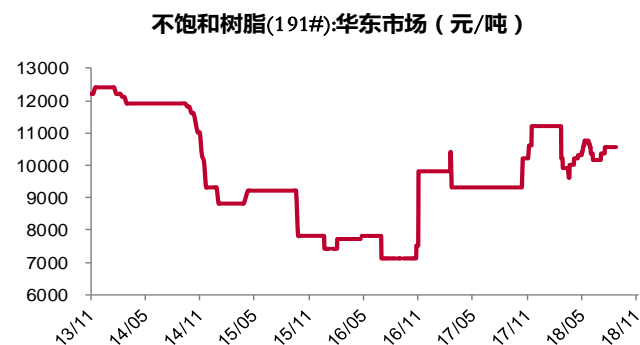
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 38: 电子纱 G75 (单股) 价格



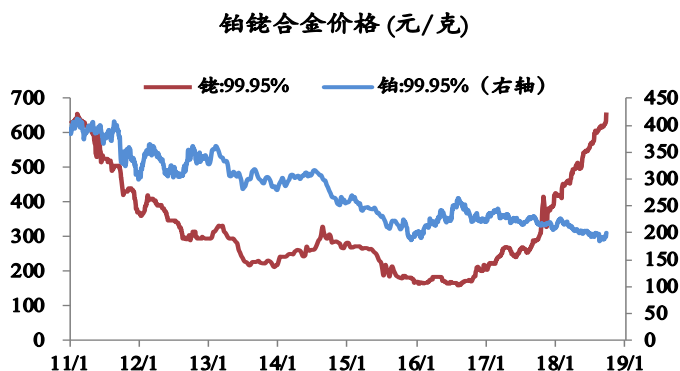
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 39: 树脂价格



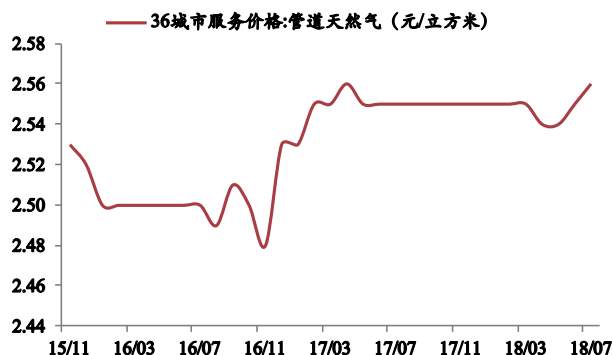
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 40: 铂铑合金价格



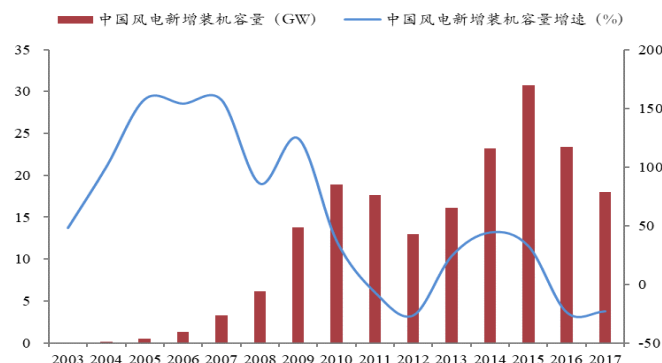
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 41: 36 城市服务价格: 管道天然气



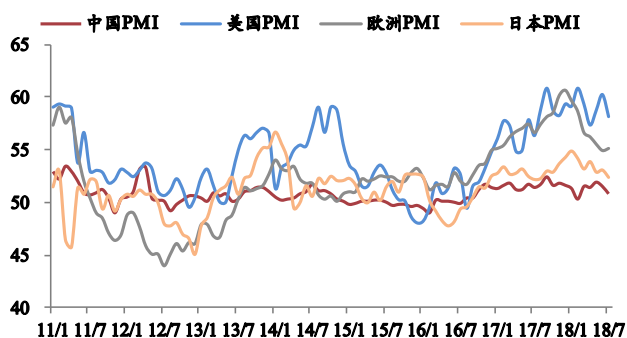
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 42: 风电每年新增装机容量及同比增速



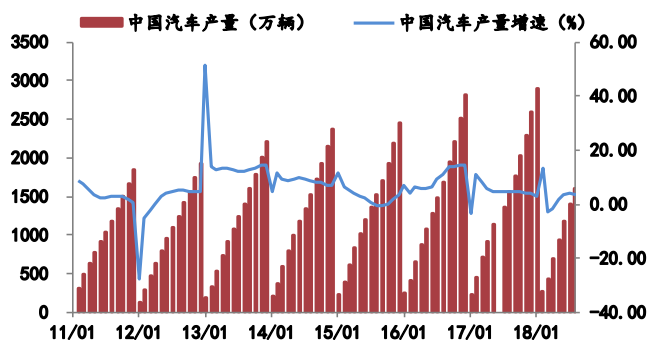
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 43: 全球主要经济体 PMI



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 44: 中国汽车产量及同比增速



来源: Wind、中泰证券研究所

7、风险提示

- 风险提示: 房地产、基建投资低于预期, 宏观经济大幅下滑, 供给侧改革不及预期

投資評級說明：

	評級	說明
股票評級	買入	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在 15%以上
	增持	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在 5%~15%之間
	持有	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在 -10%~+5%之間
	減持	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數跌幅在 10%以上
行業評級	增持	預期未來 6~12 個月內對同期基準指數漲幅在 10%以上
	中性	預期未來 6~12 個月內對同期基準指數漲幅在 -10%~+10%之間
	減持	預期未來 6~12 個月內對同期基準指數跌幅在 10%以上
備註：評級標準為報告發布日后的 6~12 個月內公司股價（或行業指數）相對同期基準指數的相對市場表現。其中 A 股市場以滬深 300 指數為基準；新三板市場以三板成指（針對協議轉讓標的）或三板做市指數（針對做市轉讓標的）為基準；香港市場以摩根士丹利中國指數為基準，美股市場以標普 500 指數或納斯達克綜合指數為基準（另有說明的除外）。		

重要聲明：

中泰證券股份有限公司（以下簡稱“本公司”）具有中國證券監督管理委員會許可的證券投資諮詢業務資格。本報告僅供本公司的客戶使用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為客戶。

本報告基於本公司及其研究人員認為可信的公開資料或實地調研資料，反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響。但本公司及其研究人員對這些信息的準確性和完整性不作任何保證，且本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整。本公司對本報告所含信息可在不發出通知的情形下做出修改，投資者應當自行關注相應的更新或修改。本報告所載的資料、工具、意見、信息及推測只提供給客戶作參考之用，不構成任何投資、法律、會計或稅務的最終操作建議，本公司不就報告中的內容對最終操作建議做出任何擔保。本報告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市場有風險，投資需謹慎。在任何情況下，本公司不對任何人因使用本報告中的任何內容所引致的任何損失負任何責任。

投資者應注意，在法律允許的情況下，本公司及其本公司的關聯機構可能會持有報告中涉及的公司所發行的證券並進行交易，並可能為這些公司正在提供或爭取提供投資銀行、財務顧問和金融產品等各種金融服務。本公司及其本公司的關聯機構或個人可能在本報告公開發布之前已經使用或了解其中的信息。

本報告版權歸“中泰證券股份有限公司”所有。未經事先本公司書面授權，任何人不得對本報告進行任何形式的發布、复制。如引用、刊發，需註明出處為“中泰證券研究所”，且不得對本報告進行有悖原意的刪節或修改。