



西北水泥高弹性，B端品牌建材加速成长

——非金属建材与新材料行业深度报告

建材|非金属材料 分析师：孙颖（S0740519070002）

2020.05.09

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

投资要点

- **华东水泥韧性强，西北水泥高弹性。需求端**，基建有望迎来新一轮扩张周期（财政赤字率提高、新增专项债更多投向基建、稳就业等）；**地产需求端或边际宽松**（利率下行等）。**供给端**，新增产能少（云南、贵州和广西新增熟料产能相对较多），错峰力度未减，“熟料资源化”趋势不改。据西北各省和自治区政府工作报告的数据，2020年内计划重点工程投资额和项目数普遍增长较快（内蒙、宁夏、甘肃投资额同增138%、42%、33%，新疆投资项目数同增8.3%）。挖机销量和利用小时数、房屋新开工和施工面积等先行指标已边际企稳。2020年西北供给端的变量在于蒙西“错峰置换”合计150万吨电石渣熟料产能，原本受其冲击形成的西北水泥价格“洼地”有望被填平。企业竞争秩序的优化和定价体系的恢复，叠加上重点工程需求旺盛，我们认为甘肃、宁夏和蒙西等地区水泥价格中枢的提升具备高弹性和持续性。截至4月底，华东、西北等地水泥出货率稳步提升至103%和84%，库容比降至52%和47%，价格已处于上行通道（华东水泥价格477元/吨，同比-5元/吨，环比+5.7元/吨；西北水泥价格431元/吨，同比+23元/吨，环比+6.0元/吨）。我们建议积极布局水泥龙头，重点关注海螺水泥，西北水泥（祁连山、宁夏建材、天山股份）、华新水泥、塔牌集团、中国建材。
- **B端品牌建材龙头加速成长，优质品牌有望反哺C端发展。**品牌建材行业集中度仍将快速提升（地产商集中度、精装修占比提升），驱动细分品类龙头加速成长，**B端优于C端**。防水和管材等行业有望受益于国际油价下行带来的成本下降。建议持续关注东方雨虹、科顺股份、蒙娜丽莎、三棵树、亚士创能、北新建材、永高股份、伟星新材等。
- 玻纤需求不确定性受海外疫情影响有所增加，但下游**风电和基建需求高增是今年结构性的亮点**。随着下游需求逐步恢复，库存有望逐步下降。**新增供给边际变化不大**。全年来看，价格或低位运行，上涨时间节点或有所延后、幅度或有所降低。当前位置，玻纤行业龙头中国巨石和中材科技估值不贵，建议积极关注。
- 新材料石英玻璃领域下游军工和半导体需求逐步向好，继续推荐菲利华和石英股份（已获得东京电子半导体认证）。玻璃领域核心推荐旗滨集团。
- 风险提示：宏观经济下行的风险（基建及地产投资不及预期）；疫情导致需求大幅低于预期；限产放松、新增产能风险；2B端企业资金周转不畅的风险。

目录

- 一、水泥：华东水泥韧性强，西北水泥高弹性
- 二、品牌建材：**B**端强于**C**端，油价下行带来成本下降，把握优质细分龙头
- 三、玻纤：行业需求不确定性有所增强，风电纱和基建是结构性亮点
- 四、新材料：石英高端赛道迎来半导体和军工需求景气周期
- 五、玻璃：竣工需求仅为抑制而非消散，盈利有韧性
- 六、风险提示

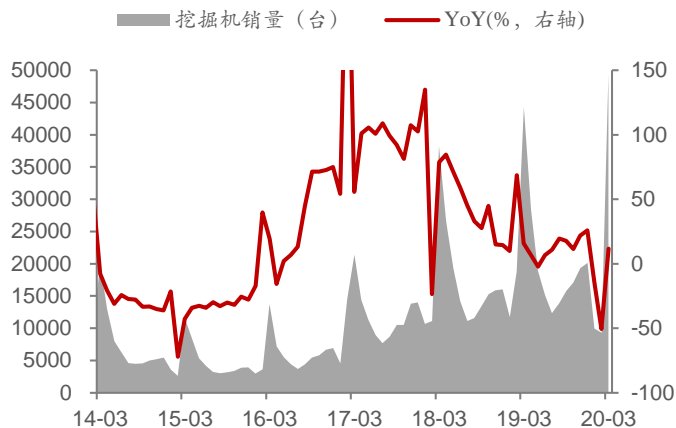
1.1 需求端：重点工程提速，基建新一轮启动周期在望

- 西北重点工程增速较快，基建新一轮启动周期在望。2020年内，内蒙、宁夏、甘肃计划重点工程投资额同增138%、42%、33%，新疆计划重点工程投资项目数同增8.3%。据各地交通厅基建投资计划统计，2020年全国交通建设计划2.8万亿，同增13.8%；资金端也有保障，据4月20日财政部公布的数据，3月份全国地方政府投向“交通基础设施”、“市政建设和产业园区基础设施”的新增专项债资金677.8和844.2亿元，同增38%和30%。
- 2020年3月份国内主要经济指标呈现回升势头，挖机销量和利用小时数明显提升。3月份，全国挖机销量YoY+11.6%，其中，广东、云南、山西、广西、贵州、四川和甘肃挖机销量同比增幅超过30%。4月份挖机销售同比预计达到40%。挖机开工小时数环比增加83.4小时/月，达到114.0小时/月，预示基本面好转。
- REITS 政策托底经济，不走老路，鼓励民间资本。

图表：2020年各省市自治区交通口基建投资计划

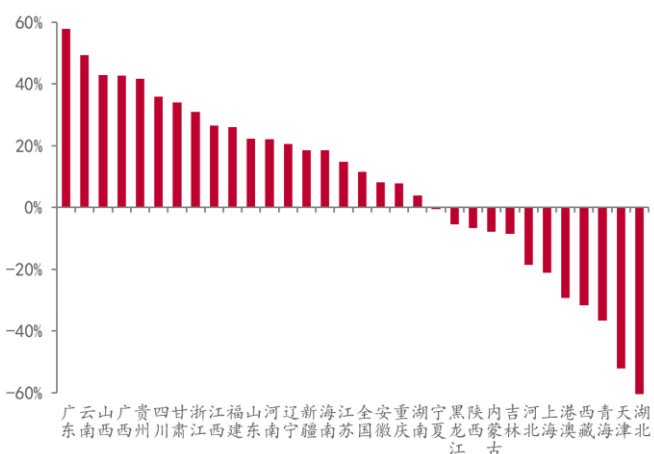
省份	2019计划 (亿元)	2020计划 (亿元)	19实际/19计划	20计划 (同比)	投向
浙江	2600	3000	116.92%	15.4%	交通建设
云南	2635	3000	101.26%	13.9%	综合交通建设
四川	1400	1900	128.93%	35.7%	公路、铁路
山东	1622	1842	107.89%	13.6%	交通基础设施
重庆	850	1600	-	88.2%	公路、铁路
江苏	1370	1576	101.93%	15.0%	交通建设
上海	1360	1500	-	10.3%	重大工程
广西	1100	1400	111.13%	27.3%	交通固定资产
广东	1200	1300	145.83%	8.3%	公路、水路
贵州	1200	1100	100.58%	-8.3%	公路、水路
湖北	900	1000	124.44%	11.1%	公路、水路
河北	900	950	100.89%	5.6%	交通基础设施
福建	850	900	108.24%	5.9%	公路、水路
甘肃	771	820	-	6.4%	公路、铁路
安徽	700	700	112.57%	0.0%	交通建设
江西	560	700	125.54%	25.0%	交通基础设施
陕西	650	700	124.77%	7.7%	交通基础设施
北京	537	662	-	23.3%	建安投资
河南	566	600	107.76%	6.0%	交通基础设施
山西	434	578	125.58%	33.2%	公路、机场
新疆	526	542	100.61%	3.0%	交通固定资产
湖南	500	500	110.80%	0.0%	交通固定资产
西藏	548	420	83.58%	-23.4%	公路
内蒙古	400	400	101.75%	0.0%	公路、水路
黑龙江	470	370	-	-21.3%	公路、铁路
吉林	284	304	73.59%	7.0%	交通基础设施
辽宁	100	252	217.60%	152.0%	公路、水路
青海	216	200	94.26%	-7.4%	交通基础设施
海南	200	160	81.50%	-20.0%	公路、水路
天津	104	144	-	38.5%	铁路
宁夏	120	125	117.50%	4.2%	公路、水路
合计	24933	28364	110.22%	13.8%	

图表：全国挖机销量及同比增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表：20年3月各地区挖机销量同比增速



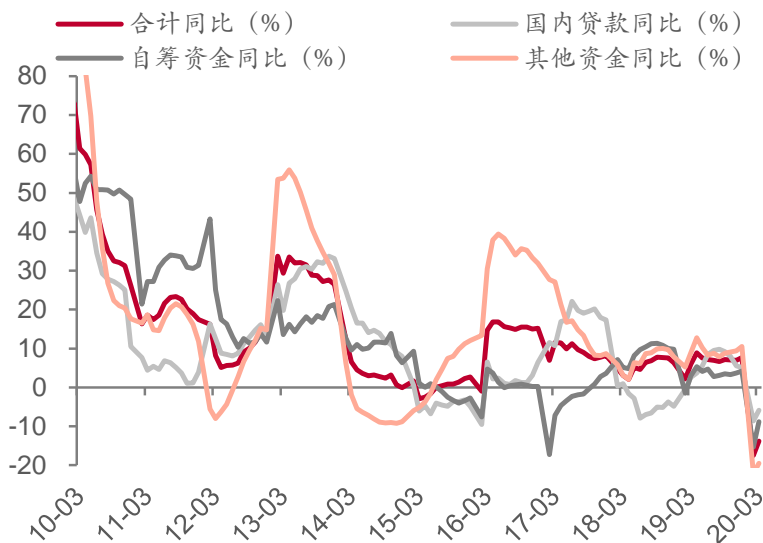
来源：中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

来源：各地交通厅网站，中泰证券研究所整理

1.1 需求端：房地产或存边际放松可能

- **疫情影响短期销售但不改长期向好的逻辑。**在疫情冲击下，房地产销售市场短期压力较大，在“稳房价”和“房住不炒”的政策背景下，为避免房地产出现萎缩或泡沫，未来房地产政策或现局部宽松。
- **2020Q1全国房地产开发资金来源同降13.8%；房屋新开工面积下降27.2%，其中，西藏、吉林、新疆房屋新开工面积累计同比转正（分别+90%、+32%、+14%）；房地产开发投资同降7.7%，降幅比1-2月份收窄8.6pct（3月同比+1.15%）；房地产开发企业房屋施工面积同增2.6%。**
- **全年看，地产新开工项目将逐步进入施工期，我们认为将拉动水泥需求增长。**

全国房地产开发资金累计同比增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

全国各地区房屋新开工面积、投资完成额、销售面积增速

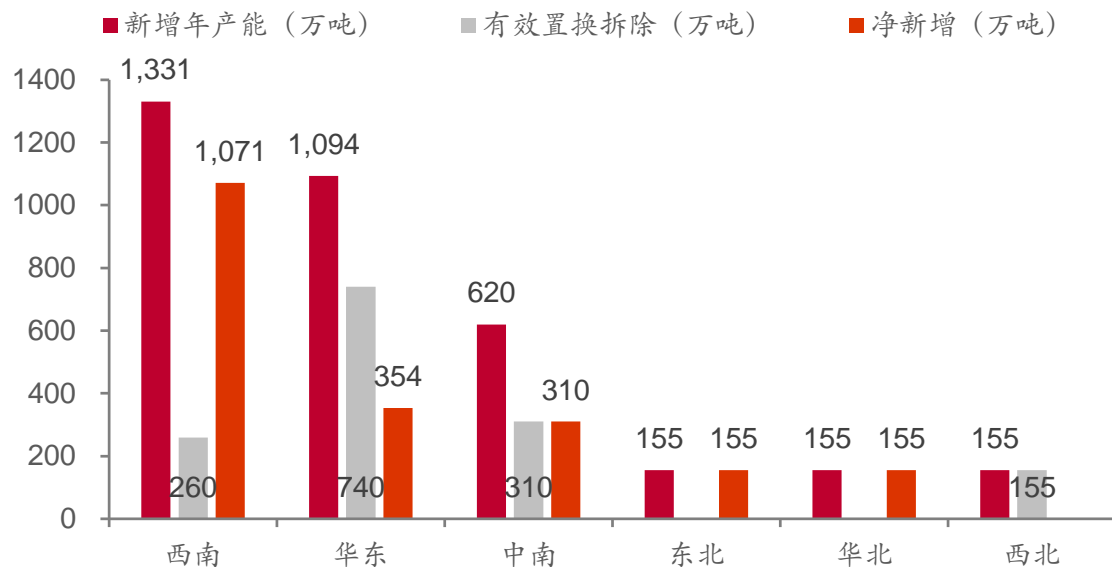
房屋新开工面积:累计同比 (%)			房地产开发投资完成额累计同比 (%)			商品房销售面积:累计同比 (%)		
	2019	2020Q1		2019	2020Q1		2019	2020Q1
西藏	115.9	89.9	青海	15.5	47.6	西藏	0.00	1.70
吉林	18.9	31.6	西藏	39.9	45.2	青海	0.00	-9.30
新疆	26.9	14.2	新疆	3.9	6.7	湖南	-1.50	-11.50
陕西	18	-0.4	贵州	27.3	6.7	广西	8.00	-11.80
浙江	-1.2	-2.2	四川	15.4	1.8	江西	0.00	-12.60
云南	69.2	-4.8	吉林	11.9	1.5	江苏	3.60	-15.30
海南	-37.3	-5.6	云南	27.8	1.3	内蒙古	0.00	-15.70
河北	12.7	-6	宁夏	-10.3	0.5	贵州	2.70	-16.30
山西	26	-6.2	内蒙古	18	0	新疆	0.00	-16.70
安徽	2.5	-7.9	陕西	10.4	-0.1	浙江	0.00	-16.80
青海	68.5	-9.1	山东	14.1	-0.3	四川	0.00	-20.60
广西	35.6	-12.8	江苏	9.4	-0.5	云南	0.00	-21.20
江苏	-3.5	-15.9	甘肃	12.7	-0.8	山东	-5.40	-21.60
北京	-10.7	-16.1	广西	27	-0.8	辽宁	0.00	-22.90
宁夏	19.2	-20	山西	20.3	-1	陕西	6.90	-24.10
甘肃	35.4	-22.6	河南	6.4	-2.3	河南	2.10	-24.60
广东	-3.7	-23.5	江西	3	-3.8	全国	-0.10	-26.30
福建	-11.2	-24.4	浙江	7.4	-4.2	上海	-4.00	-27.40
全国	8.5	-27.2	湖南	12.7	-4.6	山西	0.00	-29.10
山东	21	-29.2	河北	-2.9	-5.8	广东	0.00	-29.10
江西	1.1	-30.5	北京	-0.9	-6.4	安徽	-8.10	-29.40
湖南	7.2	-34	安徽	11.7	-7.6	甘肃	0.00	-29.60
河南	7.9	-35.6	全国	9.9	-7.7	福建	3.90	-30.10
四川	8.7	-36.1	上海	4.9	-8.2	重庆	-6.60	-34.60
重庆	-8.9	-41.1	广东	10	-8.3	河北	0.60	-35.50
贵州	27.3	-42.2	重庆	4.5	-12.9	宁夏	0.00	-39.10
上海	14	-44.3	福建	14.8	-13.3	北京	0.00	-41.30
辽宁	4.6	-45.2	辽宁	9	-15.1	吉林	0.00	-42.30
黑龙江	-1.9	-50.2	天津	12.5	-17.9	海南	-42.10	-45.20
天津	2.6	-60.9	海南	-22.1	-20.3	天津	18.30	-45.50
内蒙古	22.5	-76	黑龙江	1.4	-21.6	黑龙江	0.00	-49.60
湖北	2.5	-78.5	湖北	8.9	-73.7	湖北	-3.00	-80.30

来源：国家统计局，中泰证券研究所

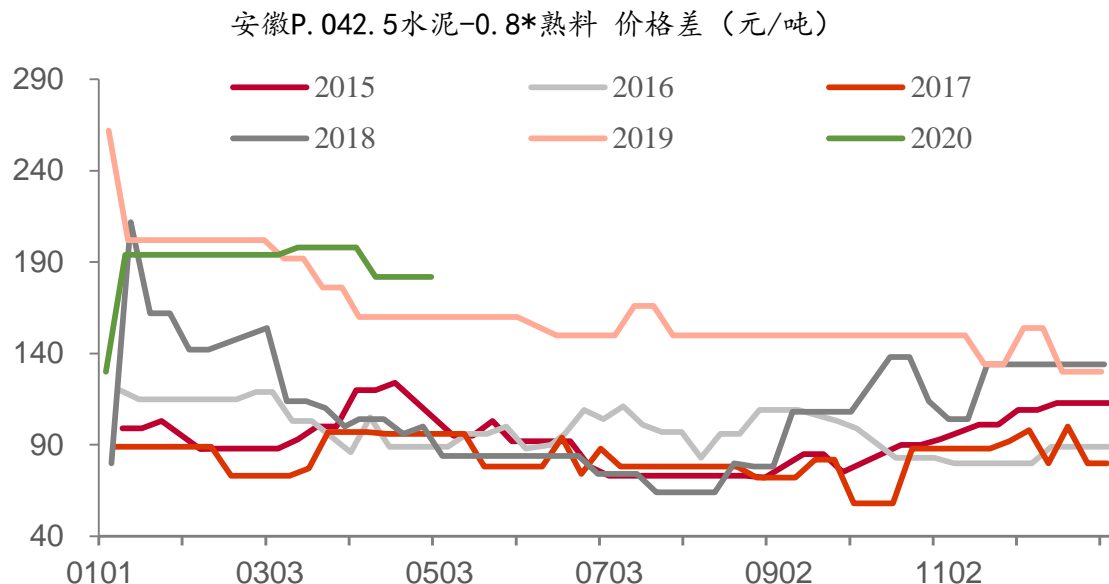
1.2 新增产能较少，行政性错峰力度未减，“熟料资源化”趋势不改

- 2020年有望投产的熟料产能，预计3500万吨左右；由于产能置换的存在，若仅考虑净新增的产能，大约在2000万吨左右，部分地区的供给压力将会在2020年下半年开始逐步显现，云南和广西等地新增熟料产能相对较多。4月21日，广西暂停水泥行业产能置换，从严控制从区外购买用于新建水泥项目的置换产能，边际上将减轻供给压力。
- 2020年的行政性错峰生产力度并没有弱化，反而，在西北、华东及华南部分省份，错峰的力度得以加强。其中蒙西地区效仿新疆的经验，执行“错峰置换”政策，有望大大减轻电石渣熟料对市场的冲击；水泥行业的沟通协调机制也逐步加强，企业对于“量本利”到“价本利”的认知机制转变，减轻了企业间博弈心态，限产执行的力度也比以往更强。
- “熟料资源化”是过去两年水泥龙头企业获得超额利润的主要逻辑。由于近年“错峰生产”+行政限产+原材料管控力度逐渐增强，水泥行业整体供需关系维持在较为健康的状态，而成本曲线阶段性异化，推动产业链利润向原材料、熟料环节转移。熟料企业普遍减少熟料外销，提高熟料价格和定价能力，全社会流通熟料明显减少。

2020年各地区预计净新增熟料设计产能（万吨）



安徽水泥及熟料价格差开始创新高



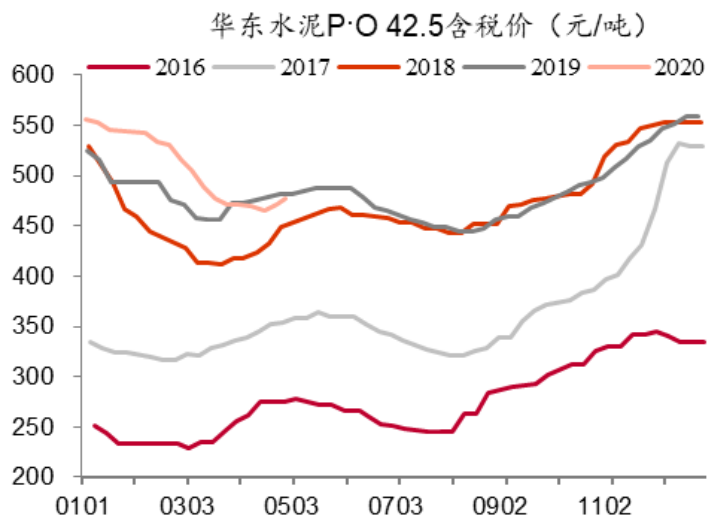
来源：数字水泥网，中泰证券研究所

来源：数字水泥网，中泰证券研究所

1.3 华东有望保持优势，出货率高、价格韧性强

- 华东、华南水泥出货率领跑全国，需求将中长期保持优势。短期疫情带来的物流、资金流的阻隔和延滞将逐步消除，下游基建和地产刚性需求正在集中释放。目前，华东地区下游需求进入旺季，企业库存持续下降，涨价模式已陆续开启。
- 华东水泥出货率：**103.3%**，同比+6.5pct，环比+2.5pct；
- 华东水泥库容比：**52%**，同比-4.0pct，环比-1.8pct；
- 华东水泥价格**477元/吨**，同比**-5.0元/吨**，环比**+5.7元/吨**。截至4月30日，江苏扬州、泰州、南通和盐城等地区高标号价格上调20元/吨。上海低等级水泥价格小幅上调10元/吨。浙江杭州、绍兴、嘉兴和湖州地区水泥价格上调20元/吨。江西赣东北公布第二轮水泥价格上调，幅度30元/吨，累计50元/吨。福建地区水泥价格普遍上调20元/吨；5月6日，福建福州、宁德、漳州和三明等地区水泥企业价格上调20元/吨，且外围价格陆续上调，带动本地价格上行；上海地区高标号价格上调20元/吨，外围江浙价格已经上行，本地企业跟随走高；安徽芜湖地区水泥价格小幅上调10元/吨，试探性小幅推涨价格；贵州遵义地区水泥企业公布第三轮价格上调，袋装20元/吨，散装30元/吨，市场呈现供不应求态势。
- 建议积极布局海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、中国建材。

华东水泥价格（元/吨）



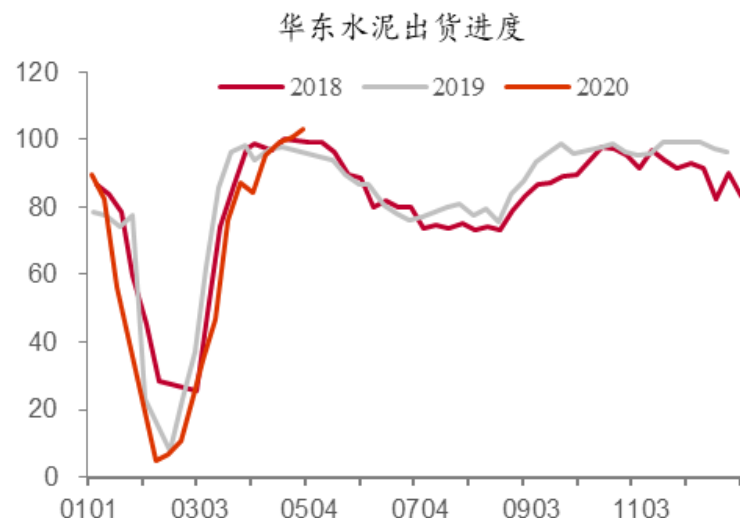
来源：数字水泥网，中泰证券研究所

华东水泥库存（%）



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

华东水泥出货率（%）

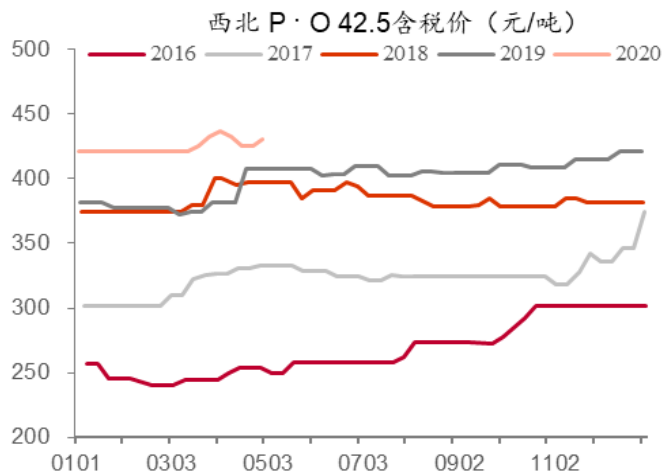


来源：数字水泥网，中泰证券研究所

1.3 西北重点工程需求好，库存持续走低，价格弹性大

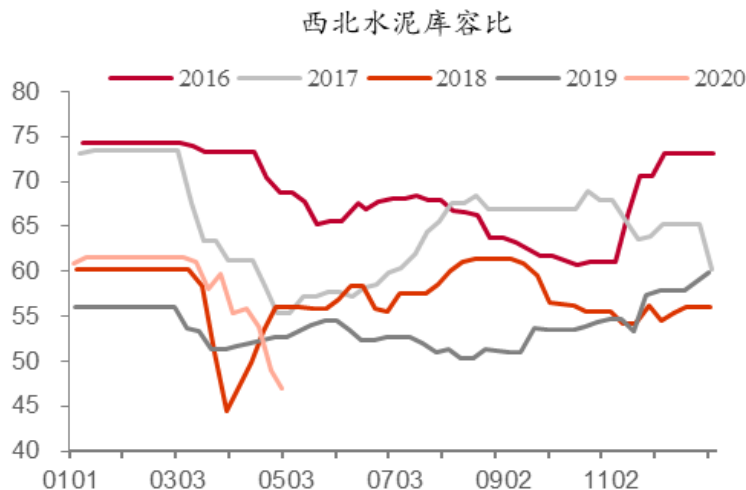
- 2020年西北水泥的变量在于，在政府等各方努力下，内蒙（PVC产能占比约18%）的PVC产线也将严格执行“错峰置换”：参与“错峰置换”的5条熟料产线合计产能387.5万吨/年，占总产能的5.6%，停产4个月，合计错峰置换产能150万吨。我们认为低价电石渣熟料扰乱蒙西、宁夏和甘肃市场定价体系的现象有望逐步消除，企业竞争秩序将走向有序，价格“洼地”有望被填平。
- 据甘肃日报5月8日的的数据，甘肃、青海今年重点工程需求较好，甘肃今年续建项目85个全部开工，50个新建项目已开工30个。
- 西北水泥出货率：84.4%，同比+17.4pct，环比+5.0pct；
- 西北水泥库容比：47%，同比-5.7pct，环比-2.0pct，较年初下跌14pct；
- 西北水泥价格431元/吨，同比+23.0元/吨，环比+6.0元/吨。陕西西安、铜川、渭南、延安地区高标号散装水泥价格公布上调50元/吨。甘肃第二轮水泥价格上调已全部执行到位，两轮累计上调60元/吨。平凉地区水泥企业公布已第三轮价格上调，散装上调15元/吨。预计5月中旬开启第三轮价格上调。
- 建议重点关注：祁连山、宁夏建材、天山股份。

西北水泥价格（元/吨）



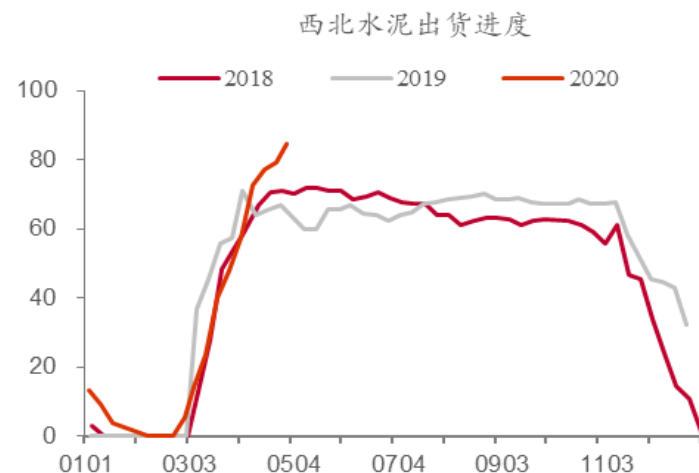
来源：数字水泥网，中泰证券研究所

西北水泥库存（%）



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

西北水泥出货率（%）



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

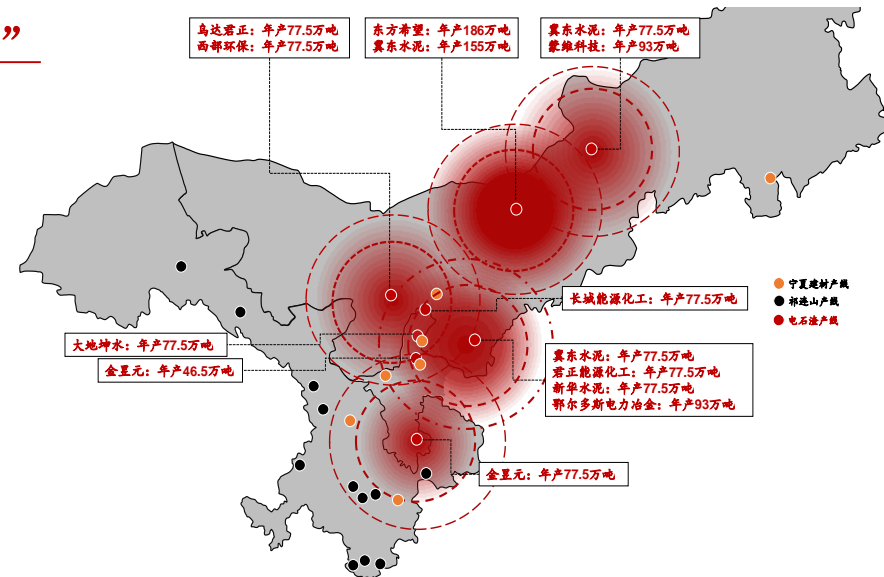
1.4 祁连山：甘、青水泥龙头，持续受益于区域供需格局改善

- 祁连山是中建材旗下甘、青地区水泥龙头企业，熟料产能甘肃第一、青海第二，西藏在建产能预计2020年下半年投产。公司拥有熟料在产产线19条，合计产能1969万吨/年，在甘、青两地产能分别为1736、233万吨/年，产能占有率分别为41%、16%，销售市占率分别为42%、24%。
- 甘、青城镇化提升空间大，基建、地产增速有望提升。2020年，甘肃确定省列重大建设项目158个，计划总投资9958亿元，年度计划投资1779亿元，分别同增31%和33%。19年甘、青挖机销量企稳回升，同增28%和8%，或是基建提速的领先指标；19年甘、青房地产新开工面积增速分别为35%和69%，2020年地产施工或将步入企稳回升周期。长期看，在西部大开发、兰-西城市群发展规划等政策拉动下，甘肃和青海人口和城镇化率增长潜力大，水泥需求将持续释放，销量有望稳中有升。
- 甘、青水泥竞争格局较优，“错峰置换”有望抬升价格中枢。甘、青CR5熟料产能占比71%、81%，区域龙头集中度高；行业产能利用率73%、54%，高于内蒙古的48%和新疆的35%。2020年西北水泥的变量在于，在政府等各方努力下，内蒙（PVC产能占比约18%）的PVC产线也将严格执行“错峰置换”：参与“错峰置换”的5条熟料产线合计产能387.5万吨/年，占总产能的5.6%，停产4个月，合计错峰生产产能150万吨。我们认为低价电石渣熟料扰乱蒙西、宁夏和甘肃市场定价体系的现象有望逐步消除，企业竞争秩序将走向有序，价格“洼地”有望被填平。
- 祁连山水泥熟料价格中枢有望抬升，成本和费用管控优势明显。中建材西北水泥资产整合有望逐步落地。20年初以来，受益于重点工程需求释放，甘、青水泥价格累计同比上涨4.3%和8.6%，出货率均达100%，库容比仅45%和35%，处于历史最低水平。
- 投资建议：我们中性预计20、21年公司的归母净利润为16.2亿元（假设吨价格同比增加20元）和18.3亿元，对应20、21年PE约为8.2倍和7.3倍。若20年均价同比提升30元，将增厚公司归母净利约1.9亿元，20年对应PE7.4倍，具备业绩弹性。
- 风险提示：基建、地产投资不及预期；“错峰置换”执行不及预期等。
- 详见39页深度报告：《甘、青水泥龙头，持续受益于区域供需格局改善》

2020年以来甘、青地区主要价格变动日期和幅度

地区	日期	变化幅度
宁夏银川、吴忠和石嘴山地区	2020/3/20	+20元/吨
青海西宁地区	2020/3/23	+65元/吨
内蒙古呼和浩特	2020/3/24	-20元/吨
甘肃地区	2020/4/13	+15元/吨
甘肃天水地区	2020/4/14	+10元/吨
甘肃平凉地区	2020/4/14	+15元/吨
甘肃兰州地区	2020/4/16	+20-30元/吨
青海西宁地区	2020/4/16	+20元/吨
甘肃定西地区	2020/4/20	+20元/吨
甘肃平凉地区	2020/4/23	+20元/吨
甘肃平凉地区	2020/4/28	+15-20元/吨
甘肃兰州、白银地区	2020/4/29	+30-50元/吨

电石渣、宁夏建材和祁连山水泥熟料产线分布



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

1.5 宁夏建材：受益于宁夏、蒙西水泥价格带上移的高弹性标的

- **宁夏建材是中建材旗下宁夏地区水泥龙头企业。**2019年公司营收47.9亿元，同比增长14.8%，归母净利润7.69亿元，同比增长79.5%。公司拥有熟料在产产线17条，合计产能1534.5万吨/年。据各省和自治区工信厅披露的数据，公司在宁夏、甘肃和内蒙的产能分别为775.0、310.0、449.5万吨/年，产能占有率分别为33.1%、7.4%、6.8%。公司设在宁夏、甘肃和内蒙的子公司权益营收占比约54.3%、25.4%和20.3%，终端市场在宁夏自治区内、外的占比分别为35%、65%。
- **宁夏和蒙西是去产能和“错峰置换”核心区域，涨价弹性大。**宁夏、内蒙熟料产能利用率72%、48%。据中国水泥协会《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》的数据，2018-2020年内蒙古和宁夏计划去产能3800和800万吨，占2019年内蒙和宁夏熟料产能的55%和35%。目前，宁夏、甘肃和内蒙CR5熟料产能占比78%、66%和54%。17年，新疆首创“错峰置换”政策，将PVC厂副产低成本电石渣熟料外销给传统熟料企业、间接参与错峰的方式，平衡解决了电石渣安全环保消纳与冲击熟料市场的矛盾，疆内价格中枢明显提升。2020年西北的变量在于蒙西“错峰置换”合计150万吨电石渣熟料产能。原本受电石渣熟料冲击形成的西北水泥价格“洼地”有望被填平。供给端格局的优化和定价体系的恢复，导致甘肃、宁夏和蒙西等地区水泥价格中枢的提升具备高弹性和持续性。
- **宁、蒙基建投资增速加快，地产棚改力度和施工面积稳健提升。**2020年，宁夏计划实施重大项目786个，年内计划投资1733.4亿元，同增41.62%；内蒙古计划实施重大项目3109个，年内计划完成投资5059亿元，同增137.77%；19年宁夏、内蒙房地产新开工面积增速分别为19.22%和22.54%，其中内蒙古棚户区基本建成4.6万套、完成率170.4%，地产棚改力度加大。2020年地产施工或将步入企稳回升周期，水泥需求将持续性释放，销量有望稳中有升。
- **水泥价格带整体上移，公司原料和燃料成本低于行业平均水平。**2016-19年公司水泥熟料吨价格分别为177、213、236和229元/吨，价格逐步抬升主要是受益于行业价格带上移。19年均价略有下滑主要是由于公司加大熟料销售力度，熟料销量同比增加55.00%，拉低水泥熟料均价；2019年宁夏建材水泥（含熟料）吨成本147元，同比减少4元。与西北其他水泥企业对比来看，公司吨成本处于行业较低位置。主要原因是公司所处的宁夏地区煤炭价格处于西北乃至全国范围内较低水平（2019年电煤价格360元/吨，仅高于新疆、蒙东和蒙西的254、267和278元/吨）。

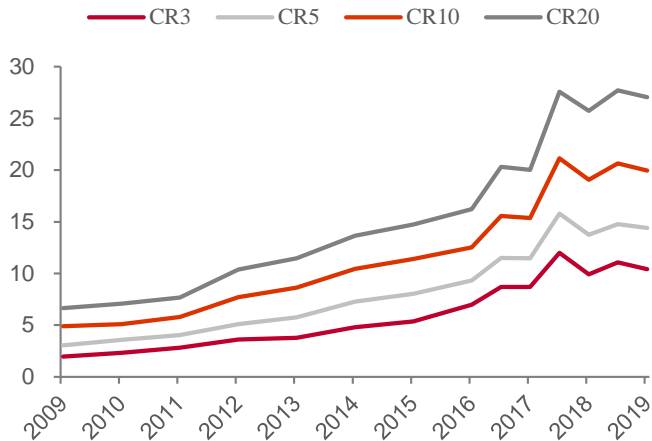
目录

- 一、水泥：华东水泥韧性强，西北水泥高弹性
- 二、品牌建材：**B端强于C端**，油价下行带来成本下降，把握优质细分龙头
- 三、玻纤：行业需求不确定性有所增强，风电纱和基建是结构性亮点
- 四、新材料：石英高端赛道迎来半导体和军工需求景气周期
- 五、玻璃：竣工需求仅为抑制而非消散，盈利有韧性
- 六、风险提示

2.1 地产集中度+精装修占比提升，驱动细分品类龙头业绩增长

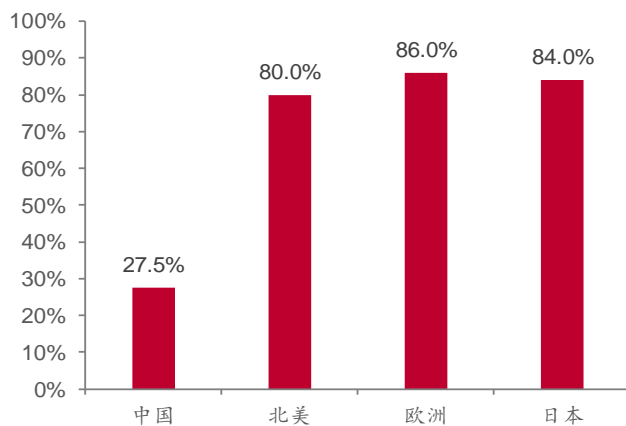
- **地产集中度+精装修占比提升，品牌建材企业市占率有望持续提升：**1) 精装修占比提升带来的渠道变革（预计2019年我国精装房占比有望提升至32%）；2) 品牌升级的大趋势未变，产能+品类扩张，溢价能力的提升将带动经营业绩的稳定释放。
- **B端强于C端，短期开工强于竣工，优质品牌反哺C端发展。**中短期来看，深度绑定龙头地产商可以抢占到更多的市场份额，规模效应将带动公司盈利能力的提升，且通过B端积累的优质品牌将有望反哺C端的发展。
- **龙头企业迈向高质发展，应收账款和现金流有望改善。**新常态下龙头企业深度绑定优质下游优质客户，更加重视客户与项目的质量、保证应收账款与账期的安全性，经营的抗风险能力增强，因而估值中枢仍将稳定向好。
- **对to B品种（东方雨虹、科顺股份、三棵树、亚士创能、蒙娜丽莎、帝欧家居、永高股份等公司），**在近年房企持续提升集中度的情况下，相关品牌建材企业深度绑定龙头房企，增长确定性较高。**To小B品种北新建材**除了传统石膏板主业有望受竣工端回暖之外，龙骨及防水业务拓展都是值得重点关注的，另外凭借品牌优势适度介入**To B端**也是公司维持竞争力的合理选择。**伟星新材**短期风险释放充分，受益于原油价格下行，建议积极关注。

地产商集中度提升（%，按销售面积）



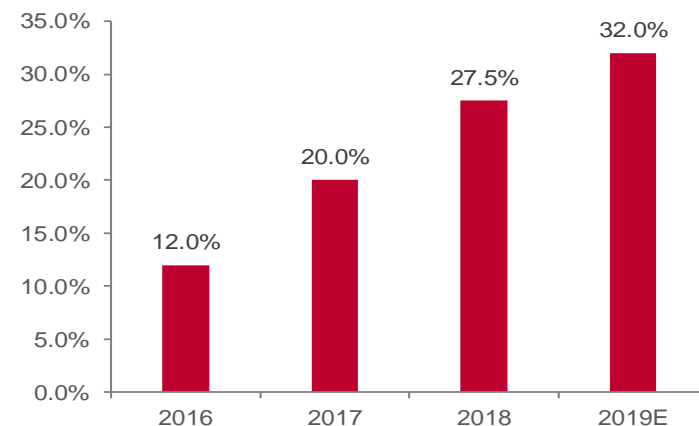
来源：WIND, 中泰证券研究所

2018年主要地区精装房占比



来源：奥维云网，中泰证券研究所

2019年我国精装房占比有望提升至32%



来源：奥维云网，中泰证券研究所

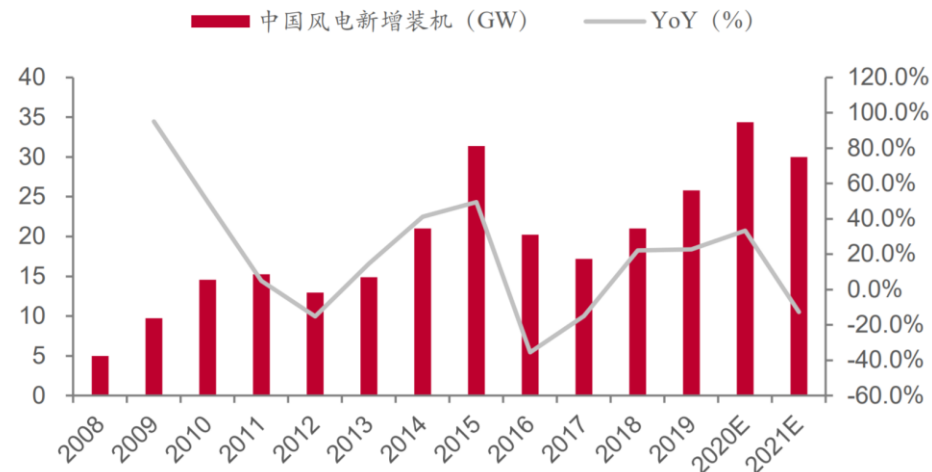
目 录

- 一、水泥：华东水泥韧性强，西北水泥高弹性
- 二、品牌建材：**B**端强于**C**端，油价下行带来成本下降，把握优质细分龙头
- 三、玻纤：行业需求不确定性有所增强，风电纱和基建是结构性亮点
- 四、新材料：石英高端赛道迎来半导体和军工需求景气周期
- 五、玻璃：竣工需求仅为抑制而非消散，盈利有韧性
- 六、风险提示

3.1 玻纤需求端：不确定性增加，风电纱和基建是结构性亮点

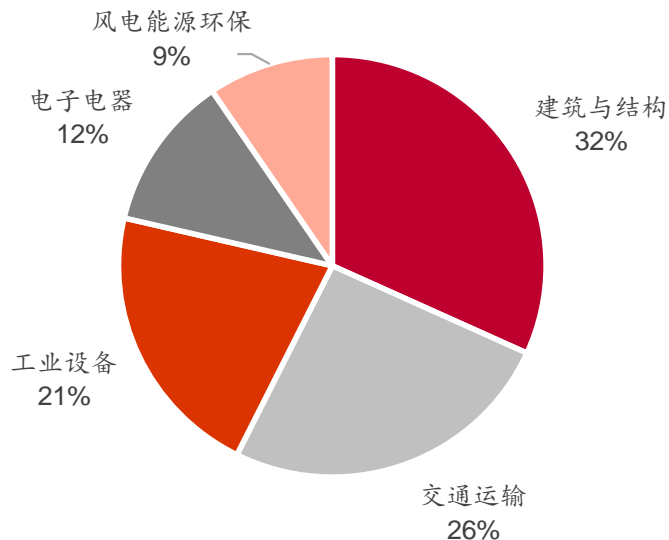
- 需求端：我们预计需求略有增长，高端化且渗透率不断提升。
- 风电领域是今年的亮点，仍将保持旺盛态势（新增风电装机快速增长以及叶片大型化的趋势）；
- 建筑建材领域基建需求后续会逐步增加；
- 电子纱需求稳中有升，下游PCB产业景气向上，汽车、5G等新兴领域提供增长新动能；
- 汽车领域需求下降，汽车轻量化使用的热塑型玻纤应用范围和渗透率不断提高；

图表：2020年风电新增装机容量有望保持高增



来源：国家能源局，中泰证券研究所电新组测算

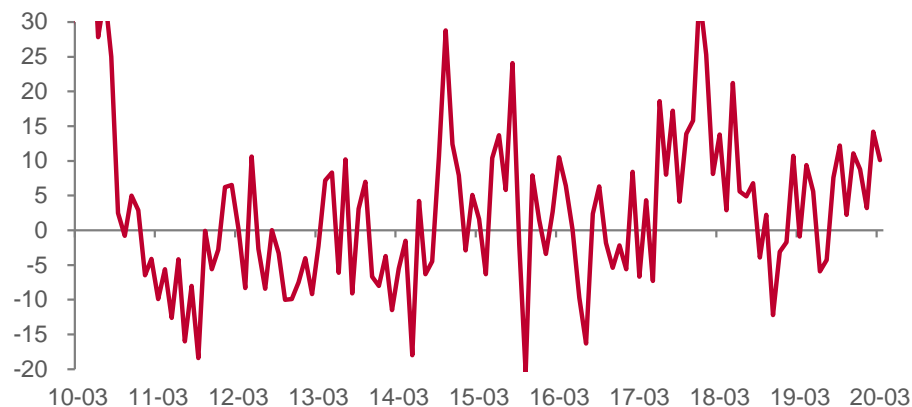
图表：2018年全球玻纤需求占比



来源：中国玻纤协会，中泰证券研究所

图表：2020年1/2/3月，北美PCB订单量同增3.2%/14.2%/10.1%

北美PCB订单量当月同比 (%)

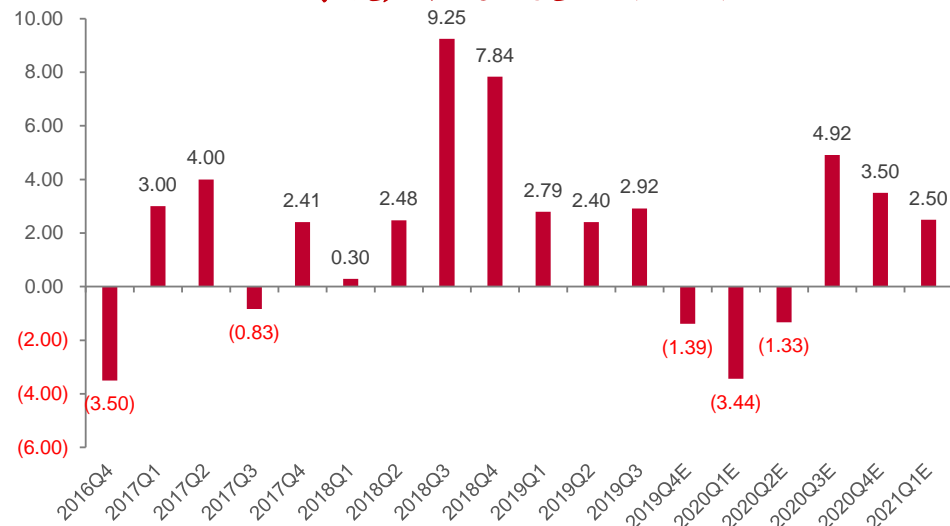


来源：国际电子工业联接协会、中泰证券研究所

3.2 供给端：2020年新增产能有限，2021年或迎冷修技改高峰

- 总体看，我们测算19年和20年产能变动，边际上会对2020年形成最大**25.4万吨的产能冲击**。排除暂无具体方案或进度、待跟踪确认的产能，20年和21年的产能变动，边际上会对2021年形成**产能收缩约8万吨**。考虑到未来几年冷修进入高峰期，产能净投放仍将保持低位数增长。
- 从新增产能投放节奏来看，**2020年的新增主要集中在2020Q4**，季度边际新增上或有扰动，但随着**2021年行业进入下一轮冷修技改周期**，以年的维度来看，2021年之后产能边际新增幅度或将保持平稳。
- 从边际变化来看，根据我们的测算，**2019Q4-2020Q2**，**季度边际新增产能均为负**，主要是泰玻和巨石四季度初产能的边际关停。

2020季度产能边际变化（万吨）



来源：卓创资讯，中泰证券研究所；备注：均未考虑电子纱；所有计算均表示环比季度新增。以上为预测数据，具体到季度，受具体投产节奏影响。

2020年预计产能变化及对2021年的产能冲击（万吨）

2020年预计产能变动情况（包括海外）					
企业	类型	2020年变动	2020年有效产能	2021有效产能	2021年产能冲击（21年有效产能-20年有效产能）
泰山玻纤	冷修技改	3.0	4.5	9.0	4.5
泰山玻纤	新建	9.0	4.5	9.0	4.5
中国巨石	新建	15.0	1.3	15.0	13.8
中国巨石	新建	13.0	6.5	13.0	6.5
中国巨石	关停	-6.0	0.5	0.0	-0.5
中国巨石	关停	-8.0	0.7	0.0	-0.7
长海股份	冷修	-3.0	1.5	3.0	1.5
山东玻纤	冷修技改	5.0	4.0	8.0	4.0
		28.0	23.4	57.0	33.6

来源：卓创资讯，中泰证券研究所分析整理；备注：已排除暂无具体方案或进度、待跟踪确认的产能

2021年预计产能变化情况及对2021年的产能冲击（万吨）

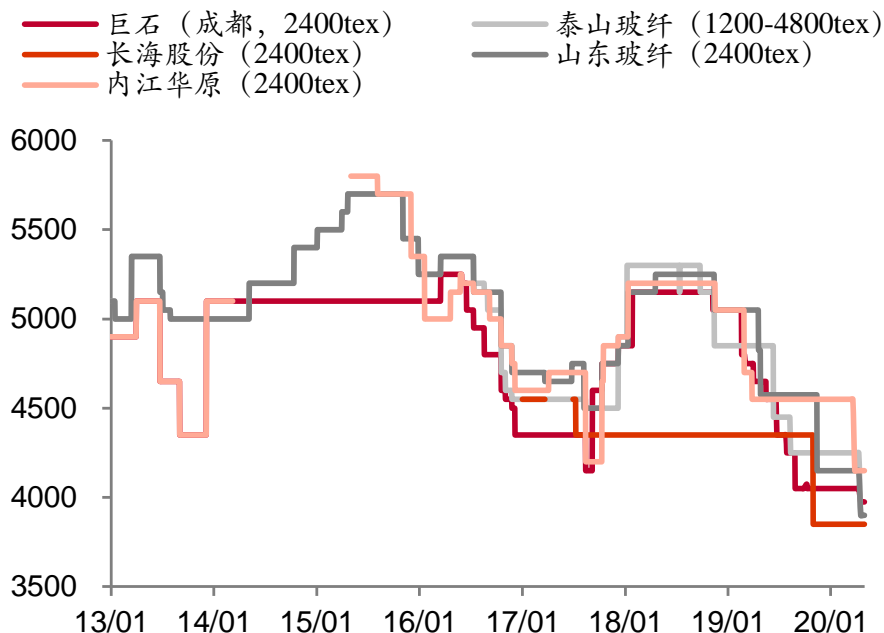
2021年预计产能变动情况（包括海外）					
企业	类型	2021年变动	2020年有效产能	2021有效产能	2021年产能冲击（21年有效产能-20年有效产能）
中国巨石	新建	6.0	0.0	6.0	6.0
中国巨石	新建	6.0	0.0	3.0	3.0
中国巨石	新建	12.0	0.0	9.0	9.0
冀中能源（邢台金牛）	新建	10.0	0.0	10.0	10.0
冀中能源（邢台金牛）	新建	10.0	0.8	10.0	9.2
		44.0	0.8	38.0	37.2

来源：卓创资讯，中泰证券研究所分析整理；备注：已排除暂无具体方案或进度、待跟踪确认的产能

3.3 玻纤价格底部区间，建议积极配置玻纤行业龙头

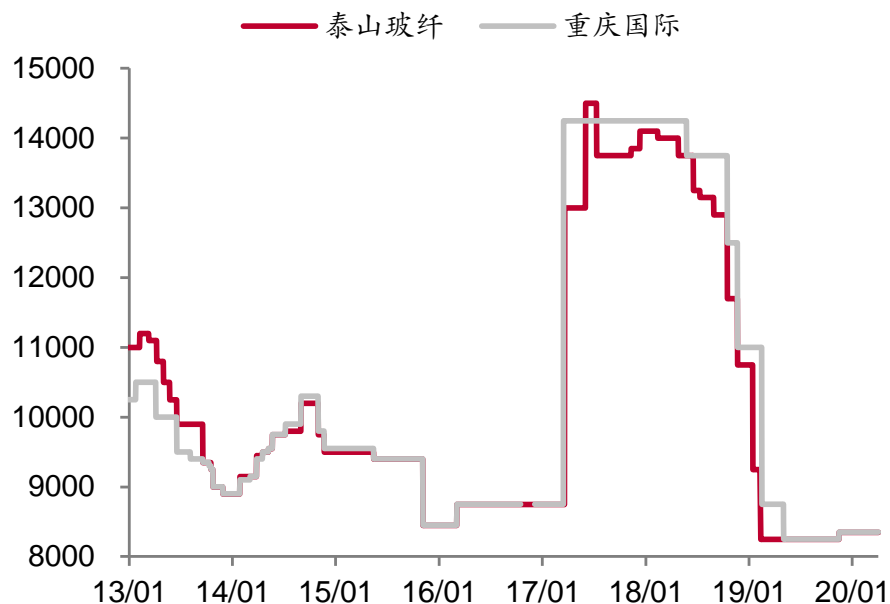
- 目前行业的压力主要来自海外需求，国内需求有风电和基建支撑，我们判断**2020H1**是玻纤价格底部区间，价格下行风险有限，行业底部逐步确认，静待需求复苏。
- 价格上涨节点或延后：从全年来看，价格上涨时间节点或有所延后。当前主流产品**2400tex**缠绕直接纱价格保持**4000-4200元/吨**不等。电子纱**G75**市场价格实际成交仍维持**8000-8100元/吨**不等，部分中高端产品价格较高。下游电子布市场价格呈现平稳走势，主流报价在**3.6元/米**左右。
- 建议积极配置行业龙头**中国巨石、中材科技和长海股份**。

缠绕直接纱价格（元/吨）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所分析整理

电子纱G75（单股）价格（元/吨）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所分析整理

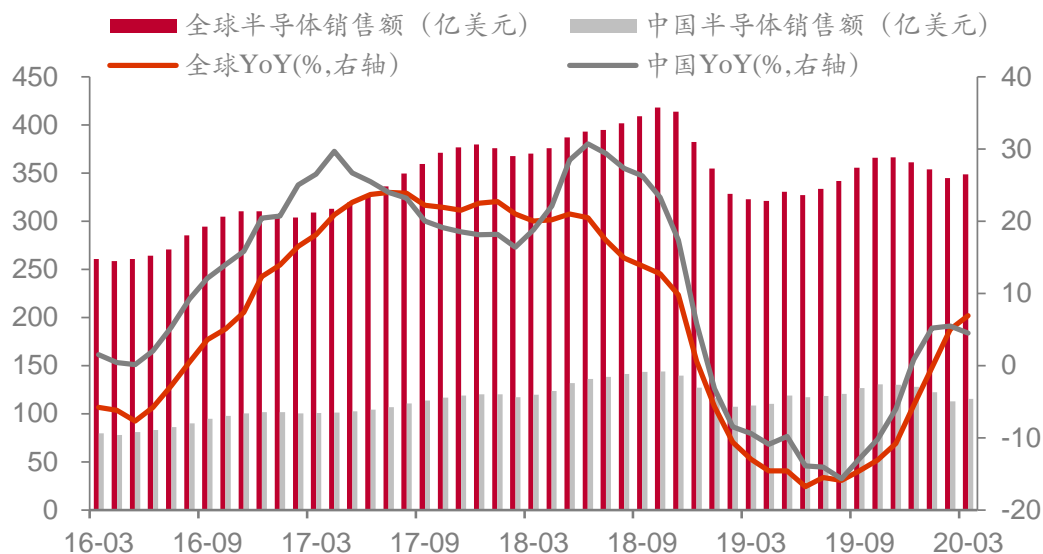
目录

- 一、水泥：华东水泥韧性强，西北水泥高弹性
- 二、品牌建材：**B**端强于**C**端，油价下行带来成本下降，把握优质细分龙头
- 三、玻纤：行业需求不确定性有所增强，风电纱和基建是结构性亮点
- 四、新材料：石英高端赛道迎来半导体和军工需求景气周期
- 五、玻璃：竣工需求仅为抑制而非消散，盈利有韧性
- 六、风险提示

4.1 新材料：石英高端赛道迎来半导体和军工需求景气周期

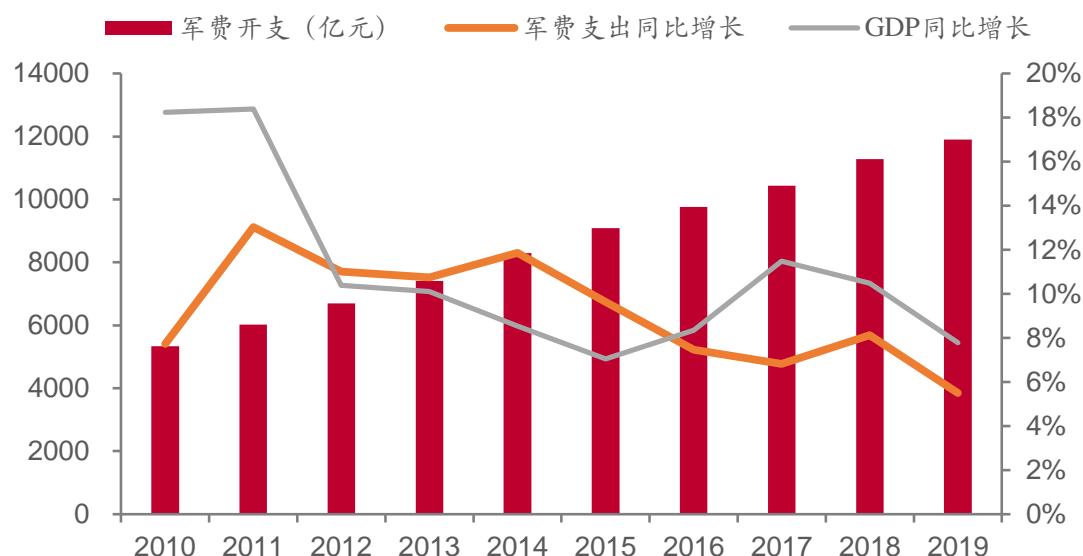
- 石英耗材龙头精选高端赛道（半导体、军工和光纤领域），军工需求持续景气向上，半导体需求有望底部回暖。
- 半导体设备短期看销售复苏，中长期看国产替代。据 SEMI 预测，2019 年全球半导体设备销售金额 576 亿美元，同比下滑 10.5%。由于逻辑制程与晶圆代工、中国大陆新投资计划，2020/2021 年全球半导体设备销售有望逐渐回暖，增速为 5.5%/13.2%，达到 608/688 亿美元。
- 军工领域新增需求值得期待。近几年我国军费预算保持稳定快速增长，相关费用支出主要集中在海空军、陆航、航天、火箭军和战略支援部队等高新装备上。石英纤维作为军工领域应用广泛的材料，有望受益于新型号装备列装带来的材料需求增加。
- 重点推荐：**菲利华**（定增加码半导体和军工复材，石英耗材龙头再起航）和**石英股份**（半导体领域完成东京电子认证，有望进一步打开市场空间）。

2020年3月全球和中国半导体销售额同比+6.9%/+4.5%



来源：WIND、中泰证券研究所

我国军费开支预算及增速



来源：国防部、中泰证券研究所

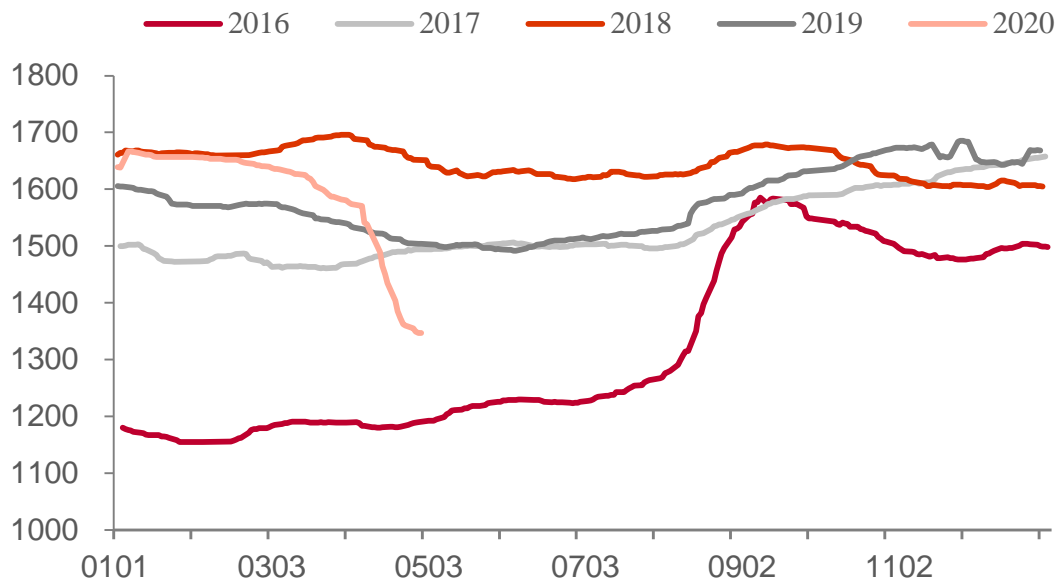
目 录

- 一、水泥：华东水泥韧性强，西北水泥高弹性
- 二、品牌建材：**B**端强于**C**端，油价下行带来成本下降，把握优质细分龙头
- 三、玻纤：行业需求不确定性有所增强，风电纱和基建是结构性亮点
- 四、新材料：石英高端赛道迎来半导体和军工需求景气周期
- 五、玻璃：竣工需求仅为抑制而非消散，盈利有韧性
- 六、风险提示

5.1 玻璃：竣工需求仅为抑制而非消散，盈利有韧性

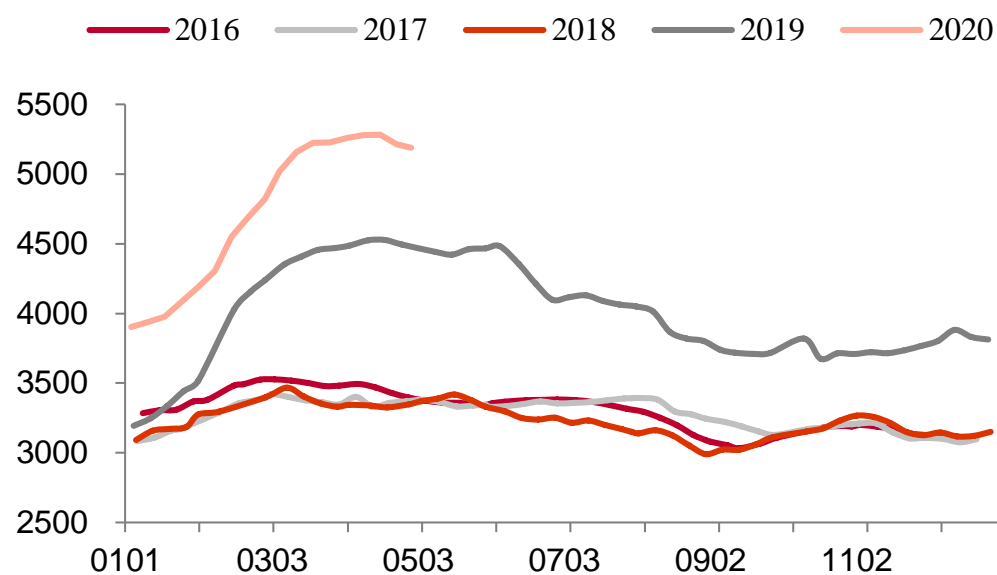
- 需求端，2020年受益施工和竣工回暖，整体地产对玻璃的需求形成正向小幅拉动。竣工需求仅为抑制而非消散。
- 供给端，我们测算2020年的产能净新增日熔量预计约2880吨，边际影响占总体的3%左右。（具体定量测算参见《中泰证券建材组2020年度投资策略报告—拥抱成长和品牌建材龙头, 坚守周期核心资产》行业深度报告P52页）。
- 价格：四月末全国建筑用白玻平均价格1347元，环比上月-235元，同比去年-157元。
- 库存：月末行业库存5188万重箱，环比上月-68万重箱，同比去年+691万重箱。4月份现货价格出现比较大幅度的调整，以促销出库为主。疫情得到控制之后，区域间的流动性大幅度增加，原来的价格差异打破。总体看受到海外疫情影响，外贸出口订单也有延后或者取消，造成国内销售量的挤压。
- 建议重点关注旗滨集团。

全国玻璃均价（元/吨）



来源：中国建筑玻璃与工业玻璃协会、中泰证券研究所

全国玻璃库存变动走势图（万重量箱）



来源：中国建筑玻璃与工业玻璃协会、中泰证券研究所

目 录

- 一、水泥：华东韧性强，西北水泥高弹性
- 二、品牌建材：**B**端强于**C**端，油价下行带来成本下降，把握优质细分龙头
- 三、玻纤：行业需求不确定性有所增强，风电纱和基建是结构性亮点
- 四、新材料：石英高端赛道迎来半导体和军工需求景气周期
- 五、玻璃：竣工需求仅为抑制而非消散，盈利有韧性
- 六、风险提示

6.1 风险提示

- **地产需求大幅低于预期：**建筑材料行业大多数细分子行业与地产销售、新开工、竣工等关联度极高，如果地产销售出现大幅下滑，将会对建筑材料的相关需求带来不利影响。
- **限产放松、新增产能风险：**建筑材料行业中大多数细分子行业近年受供给侧改革影响，产能新增、现有产能发挥均受到明显抑制；随着经济压力增大、供给侧改革取得阶段性成果，整体行政化产能约束逐渐有所淡化，如果大幅出现放松，将会对当前行业整体较高盈利中枢带来明显冲击。
- **新兴行业产能新增过多、需求不及预期风险：**玻纤需求与全球经济相关度高，若各细分领域需求未有明显好转，将影响整体玻纤需求。另外，玻纤供给18年新增较多，若后续盈利回暖，企业新增意愿加强，将影响整体供需关系。
- **2B端企业应收账款风险：**如果地产商资金链出现问题，且企业自身资金未做好管理，将出现现金流恶化的风险。

推荐公司估值表（股价取自2020年5月8日收盘价）

股票代码	股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	总股本 (亿股)	归母净利润（亿元）			EPS			PE			PB	PEG
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
600585.SH	海螺水泥	60.85	3140.62	52.99	335.90	344.45	333.22	6.34	6.50	6.29	9.60	9.36	9.67	2.27	0.32
002233.SZ	塔牌集团	13.95	166.32	11.92	17.30	20.78	15.97	1.45	1.74	1.34	9.62	8.02	10.41	1.76	0.19
600801.SH	华新水泥	27.63	467.51	20.97	63.42	69.70	60.48	3.02	3.32	2.88	9.15	8.32	9.59	2.69	0.17
600176.SH	中国巨石	8.69	304.35	35.02	21.30	20.29	25.40	0.61	0.58	0.73	14.25	14.98	11.90	1.90	-7.88
002080.SZ	中材科技	12.76	214.13	16.78	13.80	16.50	20.28	0.82	0.98	1.21	15.56	13.02	10.55	1.98	0.45
000786.SZ	北新建材	24.19	408.69	16.90	4.40	20.93	26.39	0.26	1.24	1.56	93.04	19.51	15.51	2.92	-5.27
002918.SZ	蒙娜丽莎	27.32	110.89	4.06	4.40	5.73	7.60	1.08	1.41	1.87	25.30	19.38	14.61	3.71	0.81
603378.SH	亚士创能	34.68	67.56	1.95	1.14	1.96	2.73	0.58	1.01	1.40	59.79	34.34	24.77	5.15	1.73
601636.SH	旗滨集团	5.48	147.26	26.87	13.46	15.00	16.43	0.50	0.56	0.61	10.96	9.79	8.98	1.75	1.03
300395.SZ	菲利华	24.33	82.27	3.38	1.92	2.62	3.54	0.57	0.78	1.05	42.68	31.19	23.17	4.30	1.08

来源：中泰证券研究所

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报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。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

谢谢！

中泰建材团队
孙颖 (S0740519070002)