

# 玻璃/玻纤反转在即，基建设计强者恒强

——20 年年度建材/建筑投资策略

## 核心观点

- 水泥景气度有望保持高位。预计 20 年净增点火熟料产能 2045 万吨，YoY+1.12%，西南和东北地区相对受冲击较大。我们预计 2020 年水泥需求 24.0 亿吨，YoY+2.2%。受疫情导致需求滞后影响，今年南方旺季有望持续至 6 月份，北方地区 5 月份有望进入涨价旺季。水泥集中度逐渐进入平台期，19 年 CR10 56.6%，格局相对稳定。对比美国，长期集中度有望进一步提升。
- 玻璃库存拐点已现，价格将企稳反弹，盈利韧性较好。预计 20 年净增产能 2400t/d，YoY+1.54%，其中新点火 7600t/d，冷修（包括停产）11900t/d，复产 6700t/d。预计全年供给量达 9.48 亿重量箱，YoY+1.5%，需求超 9.2 亿重量箱，YoY+3%。目前还存降价去库压力，Q3 产能低点及施工回暖后价格有望止跌反弹。由于成本端处于低位，盈利状况较好。预计纯碱价格 20 年将低位企稳。燃料价格低于历史同期，油价压制下短期难有大幅反弹。
- 玻纤景气度有望下半年止跌反弹。19 年至今，产能增速放缓，在技改和搬迁的背景下，大厂主导了更先进的新增产能。新点火产能相对高端，满足细分市场的新增需求。玻纤下游需求中，建筑业占比约 3 成，风电/电子增速较快。主流玻纤售价从 18 年 10 月份开始下跌，一直持续至今。高端玻纤产品纱价格也处于低谷水平，波动幅度不一。高景气度细分领域玻纤价格有望 H2 迎拐点。
- “十三五”收官之年稳增长，“十四五”开启，规划设计充分受益。稳增长是 20 年宏观调控的主线，流动性宽松预期增强。“十三五”规划收官为基建投资带来韧性，预计交通投资达 3.2 万亿。预计 20 年基建投资增长 5%，全年有望前低后高。专项债将成为拉动基建的重要抓手，预计 20 年发行将达 3.8 万亿元，投向基建部分超 60%。可用于资本金的专项债比例提高至 25%，预计可带动基建投资超 2 万亿。“十四五”建设规划有望开启新一轮设计热潮。

## 投资建议与投资标的

- 展望下半年，由于玻璃/玻纤的价格相对处于低位，20 年供需处于紧平衡状态，板块机会相对确定性更高，玻璃板块我们推荐旗滨集团(601636，买入)，玻纤板块我们推荐中国巨石(600176，增持)和长海股份(300196，增持)。水泥板块，全年维度看，我们看好业绩弹性较大的冀东水泥(000401，增持)。此外，在基建托底和“十四五”规划的高峰即将来临背景下，我们推荐业绩弹性和商业模式均在建筑行业中属于较为优秀的中设集团(603018，增持)。

## 风险提示

- 基建/地产投资增速不达预期；新冠疫情影响超预期

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			19	20E	21E	19	20E	21E	
600176	中国巨石	9.41	0.61	0.64	0.84	15.48	14.75	11.26	增持
000401	冀东水泥	20.26	2.00	2.46	2.74	10.11	8.24	7.40	增持
300196	长海股份	10.92	0.70	0.79	1.02	15.66	13.74	10.69	增持
601636	旗滨集团	5.46	0.50	0.53	0.67	10.90	10.25	8.10	买入
603018	中设集团	13.24	1.12	1.37	1.82	11.87	9.67	7.28	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

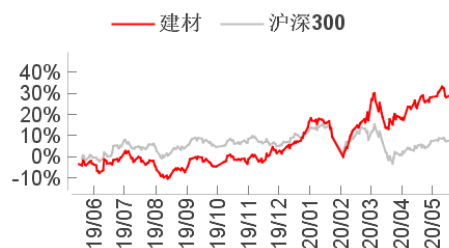
行业

建材行业

报告发布日期

2020 年 05 月 19 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

黄骥

021-63325888\*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520030001

联系人

江剑

021-63325888\*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

联系人

聂磊

021-63325888\*7504

nielei@orientsec.com.cn

## 目 录

建材/建筑板块行情回顾（2019/1/1-2020/4/24） .....	7
周期/消费带动建材板块表现亮眼，行业龙头表现相对更好 .....	7
受基建增速拖累，建筑板块股价较为疲软，基本面较稳健 .....	9
水泥：需求平稳增长，旺季区间后移 .....	12
净新增产能冲击有限，产能置换政策收紧 .....	12
基建加码，需求平稳增长 .....	18
水泥景气高位，20 年旺季区间后移 .....	21
行业集中度逐渐进入平台期，格局稳定 .....	23
玻璃：库存拐点已现，供需格局有望改善 .....	26
净增产能可控，全年紧平衡可期 .....	26
成本下降对冲价格下滑，盈利仍具备较强韧性 .....	33
玻纤：供给增速放缓，需求下半年企稳 .....	38
新增供给有限，大厂主导新增产能 .....	38
受益基建/风电/PCB 拉动，20 年需求前低后高 .....	41
价格单边下滑超一年，下半年有望迎拐点 .....	45
设计：基建托底，设计龙头估值有望修复 .....	47
疫情影响经济，政策有望持续宽松 .....	47
基建拉动经济，十三五收官有韧性 .....	48
逆周期调控聚焦基建，专项债重点支持 .....	50
十四五规划即将开启，设计行业有望迎来拐点 .....	53
投资建议 .....	55
冀东水泥 .....	55
旗滨集团 .....	55
中国巨石 .....	56
长海股份 .....	56
中设集团 .....	57
风险提示 .....	58

## 图表目录

图 1：中信一级行业 19/01/01-20/04/24 板块涨跌幅	7
图 2：建材细分板块 19/01/01-20/04/24 区间板块涨跌幅	8
图 3：涨幅靠前的细分建材板块走势图（19/01/01-20/04/24）	8
图 4：涨幅靠后的细分建材板块走势图（19/01/01-20/04/24）	8
图 5：19Q1-20Q1 水泥/玻璃/玻纤板块的归母净利润增速	9
图 6：19Q1-20Q1 建材其余子板块的归母净利润增速	9
图 7：建筑细分板块 19/01/01-20/04/24 区间板块涨跌幅	10
图 8：涨幅靠前的细分建筑板块走势图（19/01/01-20/04/24）	10
图 9：涨幅靠后的细分建筑板块走势图（19/01/01-20/04/24）	11
图 10：19Q1-19Q4 建筑主要子板块的归母净利润增速	11
图 11：19Q1-19Q4 园林工程板块的归母净利润增速	11
图 12：2019 年分区域新增产能（万吨，%）	12
图 13：2007-2020E 新点火熟料设计产能（万吨）	13
图 14：2014-2020E 净新增熟料设计产能（万吨）	13
图 15：2020 年分区域新增产能（万吨，%）	14
图 16：2020 年预计各区域新增产能冲击率	14
图 17：2015-2020.05 全国熟料库容比（%）	15
图 18：2011-2020Q1 我国水泥及熟料进口数量（万吨）	17
图 19：2011-2019 年我国水泥及熟料出口数量（万吨）	17
图 20：2012-2020.04 全国水泥及熟料均价（元/吨）	18
图 21：2012-2020.04 全国水泥和熟料价差（元/吨）	18
图 22：2012-2019 年水泥和基建/地产投资增速	19
图 23：2011-2020E 基建和地产投资占比（%）	19
图 24：可比省市 2020 年计划投资额（万亿）	19
图 25：2011.02-2020.03 房地产开发投资完成额累计同比	20
图 26：2012-2019 年固定资产投资价格指数	21
图 27：2008-2020Q1 全国水泥价格（元/吨）	21
图 28：2008-2019 年水泥行业盈利（亿）	21
图 29：2012-2020 年北方地区水泥价格（元/吨）	22
图 30：2012-2020 年南方地区水泥价格（元/吨）	22
图 31：2008-2020Q1 全国水泥价格（元/吨）	23

图 32: 2008-2019 年水泥行业盈利 (亿)	23
图 33: 2000-2019 年水泥产量 (亿吨)	24
图 34: 2008-2019 年中国熟料行业 CR10 (%)	24
图 35: 2019 年水泥熟料产能规模全国十强 (万吨/年)	24
图 36: 2019 年末各国熟料行业 CR10 (%)	25
图 37: 1974-2014 年美国水泥 CR5、CR10 和固投增速	25
图 38: 2013-2020 年平板玻璃新点火产能	27
图 39: 2002-2019 年玻璃行业投产产线	27
图 40: 2013-2020 年玻璃行业冷修产能	28
图 41: 2014/01-2018/01 浮法玻璃生产线开工数据	29
图 42: 2013-2020 年玻璃行业复产产能	29
图 43: 2013-2020 年玻璃行业在产产能 (亿重量箱)	30
图 44: 2013-2020 年玻璃行业产量及产能利用率 (亿重量箱, %)	30
图 45: 2007-2019 年平板玻璃销量与房屋施工面积累计同比增速 (%)	30
图 46: 玻璃销量与施工面积的相关系数变化图 (2005-2019 年)	30
图 47: 2007-2019 年平板玻璃销量与房屋竣工面积累计同比增速 (%)	31
图 48: 玻璃销量与竣工面积的相关系数变化图 (2005-2019 年)	31
图 49: 2010-2019 年房屋新开工面积与竣工面积累计增速	31
图 50: 2012/02-2020/04 商品房销售面积累计同比	32
图 51: 2012/02-2020/04 地产商拿地面积累计同比	32
图 52: 2015 年至今全国玻璃价格走势 (元/重量箱)	34
图 53: 2015 年至今浮法玻璃生产线库存 (万重量箱)	34
图 54: 2011-2019 年纯碱销量与浮法玻璃在产产能	35
图 55: 2013-2019 年纯碱产能/产量	35
图 56: 2017-2020/04 重质纯碱均价	36
图 57: 2017-2020/04 轻质纯碱均价	36
图 58: 2016/01-2020/01 原油价格	36
图 59: 2017/01-2020/01 玻璃主要燃料价格	36
图 60: 2017-2020/04 玻璃板块股价走势	37
图 61: 2018/01-2020/04 玻璃行业盈利水平	37
图 53: 以天然气为燃料的玻璃盈利水平	37
图 62: 2015-2019 年国内玻纤在产产能 (万吨/年)	38
图 63: 2017/1-2020/4 国内玻纤在产产能 (万吨/月)	38
图 64: 2017/7-2020/4 国内玻纤企业库存 (万吨)	40
图 65: 2016-2019 年玻纤及制品/玻纤粗砂出口量 (万吨)	40
图 66: 2014-2019 年国内玻纤纱产量 (万吨)	40

图 67: 2016 年全球玻纤下游需求结构 (%)	41
图 68: 2016 年国内玻纤下游需求结构 (%)	41
图 69: 2020-2050 全球风电装机规模预测 (GW)	42
图 70: 2016-2019 年国内风电装机量 (GW)	42
图 71: 截至 2019 年底国内风电存量及核准项目 (GW)	43
图 72: PCB 板成本构成 (%)	43
图 73: 覆铜板 (薄板) 成本构成 (%)	43
图 74: 2018 年 PCB 下游应用产值占比 (%)	44
图 75: 2011-2021E 全球 PCB 产值 (亿美元)	44
图 76: 2011.1-2020.4 国内汽车产销率同比 (%)	45
图 77: 1200tex 直接纱主流厂商出厂价 (元/吨)	45
图 78: 2400tex 缠绕直接纱主流厂商出厂价 (元/吨)	45
图 79: 电子纱 G75 主流厂商出厂价格 (元/吨)	46
图 80: 风电纱 1200tex 环氧型 OC 中国出厂价格 (元/吨)	46
图 81: 近年来我国 GDP 同比增速 (%)	47
图 82: 基建与新基建的规模对比	49
图 83: 2015-2020Q1 基建投资累计同比 (%)	50
图 84: 2016-2020 年地方政府新增专项债发行限额 (亿元)	51
图 85: 2020 年 1-4 月投向基建的专项债资金在各领域的分布 (%)	52
图 86: 2009-2021 年全国勘察设计行业营业收入 (亿元)	54
图 87: 近几年设计行业平均 PE	55
图 88: 17 年至今设计行业代表公司的工程业务占比 (%)	55
表 1: 2019 年新点火产线 (万吨)	12
表 2: 2020 年各地区新增产能计划 (万吨)	13
表 3: 水泥行业产能置换政策	14
表 4: 各地区错峰限产时间 (天)	15
表 5: 2011-2019 年全国水泥需求系数	20
表 6: 水泥地区淡旺季价格涨跌幅	22
表 7: 1978-2009 年美国固投增速和水泥行业 CR5/CR10	25
表 8: 玻璃行业供给侧改革相关政策	26
表 9: 2013-2020 年玻璃行业产能变动情况	29
表 10: 2013-2020 年地产施工面积测算	32
表 11: 中性假设下, 预计 2020 年平板玻璃销量同比增长 3%	33
表 12: 19/4-20/4 内玻纤池窑产线变化情况	39
表 13: 部分国家汽车轻量化材料应用占比	44

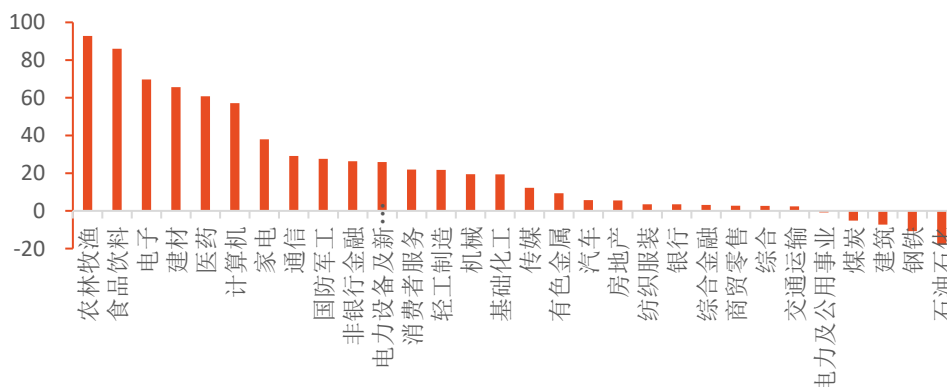
表 14: 各大机构对 2020 年经济增长的预测 .....	47
表 15: 今年以来央行释放流动性的举措趋于频繁 .....	48
表 16: 十三五交通规划的主要目标及 2020 年的投资额估计 .....	48
表 17: 与新基建相关的政策 .....	49
表 18: 2020 年新增专项债限额详情 .....	51
表 19: 2018-2020 年专项债中投向基建的比例 .....	52
表 20: 2020 年用于资本金的新增专项债带动基建投资规模测算 .....	52
表 21: 不同行业的项目最低资本金率 .....	53

## 建材/建筑板块行情回顾（2019/1/1-2020/4/24）

### 周期/消费带动建材板块表现亮眼，行业龙头表现相对更好

建材板块自 19 年初至今（20/04/24）涨幅为 65.6%（市值加权平均涨跌幅），在 30 个中信一级行业中排名第四，涨幅较大，我们认为有几个原因。1）某些细分板块表现较为突出，水泥与消费建材板块 19 年初以来分别上涨 83.5% 和 96.2%；2）在行业集中度提升，进入门槛提高的大背景下，行业龙头的股价表现相对更好，19 年初至今板块算术平均的区间涨幅为 46.6%，而市值加权平均的区间涨幅达到了 65.6%；3）供给侧改革逐渐收到成效，比如水泥行业 19 年收入/利润达 1.01 万亿/1867 亿元，YoY+12.5%/19.6%，创历史最好。供给侧改革使得需求在没有明显增长的情况下，行业景气度能够保持高位/逐步改善。

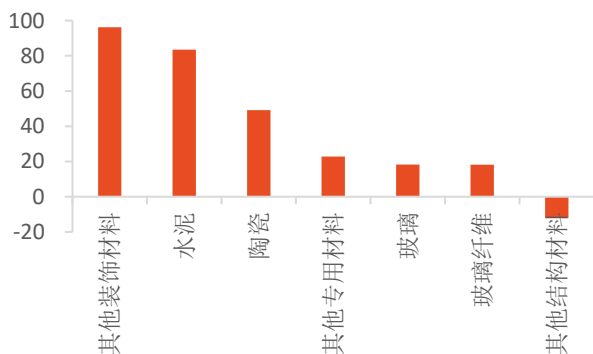
图 1：中信一级行业 19/01/01-20/04/24 板块涨跌幅



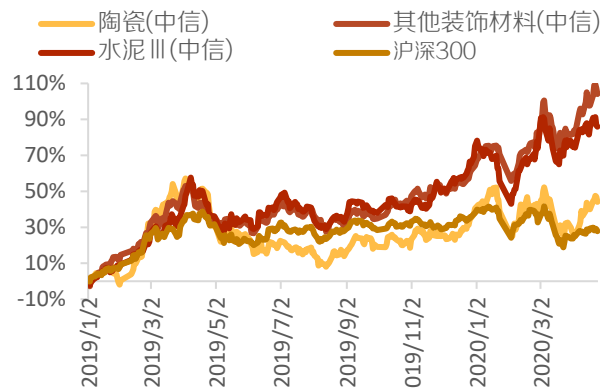
数据来源：Wind，东方证券研究所

从细分板块看，表现最好的三个细分板块分别是其他装饰材料/水泥/陶瓷，19 年初至今的涨幅分别达到了 96.2%/83.5%/49.1%。其他装饰材料主要是指陶瓷以外的建筑物的装饰材料，主要包括了石膏板/防水材料/五金/管材等，标的包括北新建材/东方雨虹/坚朗五金/科顺股份/凯伦股份等。陶瓷供应商包括帝欧家具/蒙娜丽莎等。这些装饰材料供应商普遍与大地产商形成了较好的集采关系，随着在地产商市占率的提升，大多数企业在 19 年业绩获得了较快的增长。而水泥板块因为错峰生产的严格执行，区域价格协同较好，水泥在产量略有增长的情况下，盈利能力进一步提升，达到了行业的峰值水平。



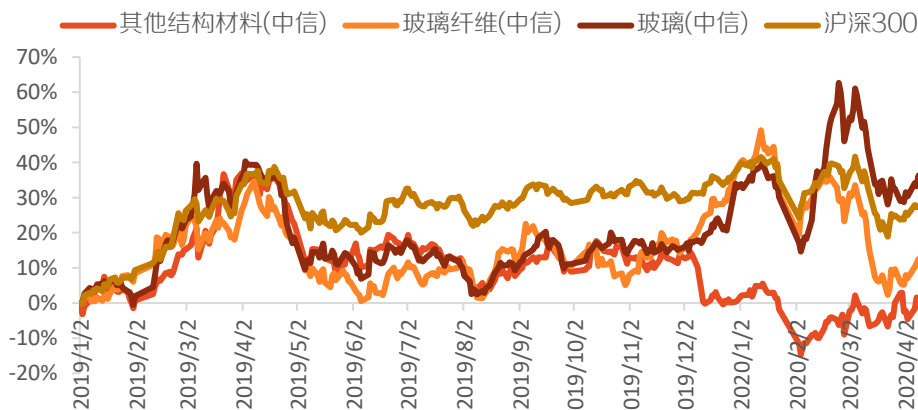
**图 2：建材细分板块 19/01/01-20/04/24 区间板块涨跌幅**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：涨幅靠前的细分建材板块走势图（19/01/01-20/04/24）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

表现不佳的建材细分板块包括玻璃/玻纤/其他结构材料。其他结构材料主要是比较小众的细分建材生产商，比如坤彩科技/开尔新材/扬子新材，这些公司所在行业市场空间相对较小，与地产商集采关联度相对不大，在宏观经济增速放缓的 19 年，基本面很难普遍有亮眼表现。从 19 年初到 20 年春节前，玻璃/玻纤板块和沪深 300 指数走势基本重叠，但是 20 年春节爆发新冠疫情使得两个行业基本面发生了一些变化，春节后股价跌幅较大。由于地产施工受到影响，地产竣工面积同比大幅下滑，玻璃需求不达预期，生产企业不断累库，玻璃价格不断下跌，预计 5 月份将延续跌势。不过，高企的库存在过去两周有所下滑，我们认为这是库存的拐点，玻璃 20 年最艰难时刻即将过去。因为出口占比较高（预计产量 30%-40% 出口），海外疫情对玻纤企业 20Q2 业绩的不确定性造成较大影响。

**图 4：涨幅靠后的细分建材板块走势图（19/1/1-20/04/24）**


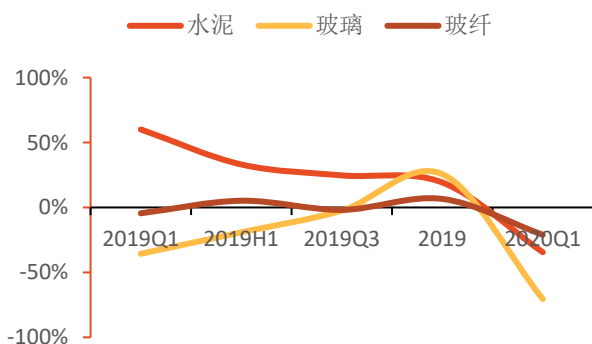
数据来源：Wind，东方证券研究所

大多数建材子板块 19 年净利润表现亮眼。我们选取了建材板块 7 个子板块所有公司 19FY-20Q1 期间 5 个财报季的归母净利润增速。股价表现最好的其他装饰材料板块受北新建材的影响，19 年归母净利润增速仅为-10%。但因为北新建材所占净利润比重较大，且公司 19 年由于美国石膏板诉讼



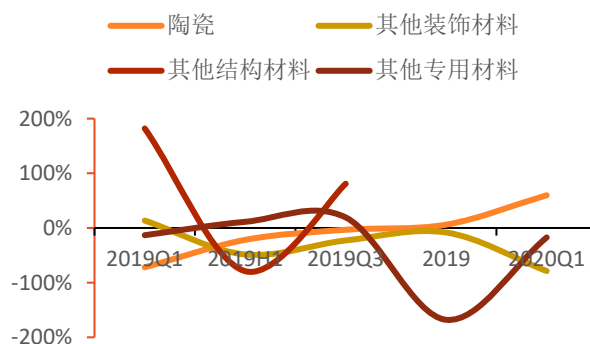
的问题净利润大幅低于正常值。如果剔除北新建材，整个装饰材料 19 年归母净利润达 41%，板块业绩与股价表现还是相一致的。水泥/玻璃/玻纤等典型周期板块的净利润在 19 年均获得了不错的增速，分别达 19%/26%/7%。受益于地产集采和精装房的快速渗透，陶瓷/其他装饰材料板块获得了较快的增长，剔除异常值（陶瓷剔除道氏技术，其他装饰材料剔除北新建材）的情况下，两个板块 19 年归母净利润增速分别达 31%/41%。20Q1 受新冠疫情的影响，建材类企业的生产都受到了较大的扰动，供给量大幅缩减，而需求端的价格同样有所下滑，造成了几乎所有子板块的净利润下滑。

图 5：19Q1-20Q1 水泥/玻璃/玻纤板块的归母净利润增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：19Q1-20Q1 建材其余子板块的归母净利润增速



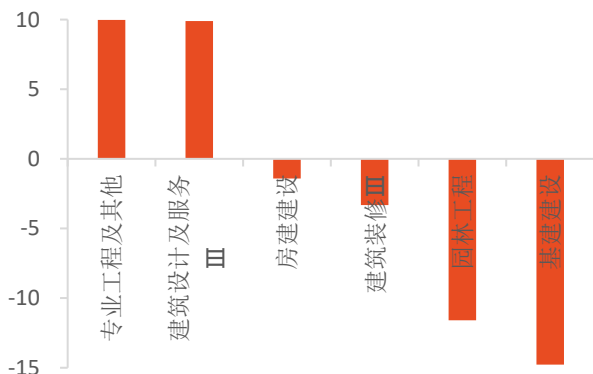
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 受基建增速拖累，建筑板块股价较为疲软，基本面较稳健

建筑板块自 19 年初至今（20/04/24）涨幅为-7.3%（市值加权平均涨跌幅），在 30 个中信一级行业中排名倒数第三，涨幅落后，我们认为有几个原因。1）权重股主要集中在建筑央企，但建筑央企集中的基建建设板块表现不佳，在时间段内下跌 14.8%，是下跌幅度最大的细分板块，拖累整个板块的表现。建筑央企股价表现不佳，我们认为主要因为基建增速放缓，19 年广义基建投资增速仅为 3.8%，增速和 18 年持平，低于市场预期。2）19 年基建资金不到位现象屡有发生，限制了基建项目的推进。比如 19 年发行的专项债中，用于基建类项目的金额 20% 不到。3）其他板块的估值中枢都受到基建板块的牵制，在业绩没有大幅增长的情况下，股价表现平平。

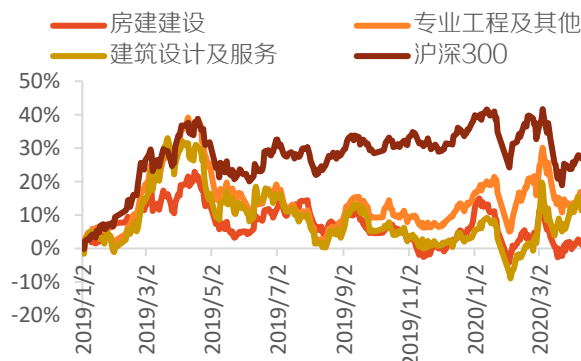
从细分板块看，表现最好的三个板块分别是专业工程及其他/建筑设计及服务/房建建设，19 年初至今的涨幅分别达到了 10.0%/9.9%/-1.4%。专业工程包括了钢结构/国际工程/化学专业工程等，除了钢结构，其他多偏个股逻辑，比如城地股份因为收购了香江科技（IDC 业务），业绩大幅增厚，估值中枢上移。设计板块成长性较好，在估值中枢受基建板块压制的情况下，主要依靠业绩的增长获得了股价的上涨。而房建板块公司数量较少，市值权重较大的中国建筑基本决定了板块的涨跌幅。

图 7：建筑细分板块 19/01/01-20/04/24 区间板块涨跌幅



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：涨幅靠前的细分建筑板块走势图（19/01/01-20/04/24）

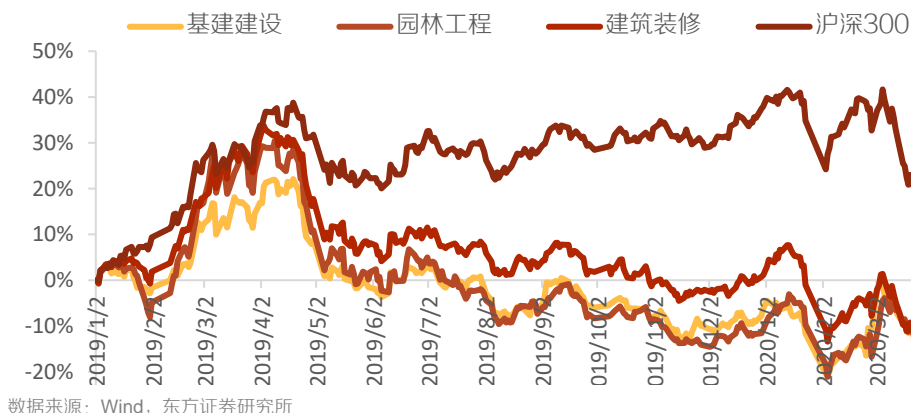


数据来源：Wind，东方证券研究所

在 19/01/01-20/04/24 区间，涨幅最后的三个建筑细分板块分别为装饰装修/园林工程/基建建设，跌幅分别为 3.3%/11.6%/14.8%。从股价走势看，板块在 19 年初至 19 年 4 月中旬，走势基本和沪深 300 一致。但从 19 年 4 月中旬至 5 月下旬，在基建板块的带动下，整个建筑板块单边下跌，且跌幅远超沪深 300 指数。在 19 年 4 月至 5 月，中信建筑板块下跌 12.7%，而同期全部 A 股/沪深 300 指数仅下跌 7%/5.3%。我们认为这波下跌主要与 19Q1 经济与社融数据超预期，市场担心基建托底经济的预期落空。19Q1 GDP 增速达 6.4%，社会融资规模增量 8.18 万亿元，YoY+40%。稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期在 19 年 4 月中旬中央政治局会议中未被提及，将改革开放和结构调整放在前面，市场担心基建投资对逆周期调节的重要性被削弱。

在 19 年的大部分时间，基建板块的表现都被基建增速所拖累，19 年广义基建的累计实际增速为 3.8%，远低于市场之前给出的 5%-10% 的预测区间。直到 20 年 2 月底，新冠疫情在海外扩散超预期，市场风险偏好降低，市场风格发生切换，相比较沪深 300 有明显估值优势的基建板块获得市场认可。基建板块和沪深 300 指数的收益差距被收窄并持续至今。站在当前时点，在疫情影响仍将持续影响全球经济的大背景下，基建的确定性较为突出，我们仍然看好未来一段时间基建板块的相对收益。

图 9：涨幅靠后的细分建筑板块走势图（19/01/01-20/04/24）



除了装饰装修和园林工程，其他建筑子板块 19 年净利润均稳健增长。增速最快的设计板块 19 年归母净利润增速达到了 20%。在资产负债率高企，财务费用率快速上升，且 PPP 项目执行大幅低于预期的 19 年，园林工程板块净利润增速是所有建筑子板块中最低，为-126%。而装饰装修板块，受制于地产商的回款不确定性较大，叠加地方政府财政能力有限，项目推进同样低于预期。展望 20 年，新冠疫情对经济的影响已在一季度有较大反应，虽然全年经济增速的目标已不再强调，但六稳政策以及专项债超预期的额度/发行速度（第三批 1 万亿地方专项债额度已下达至部分省市），较为宽松的货币政策，都对建筑板块的基本面和估值中枢有正向刺激作用。建筑板块在整体业绩弹性不存在大幅增加的预期下，估值中枢的提升是板块股价走势最好的催化剂。

图 10：19Q1-19Q4 建筑主要子板块的归母净利润增速

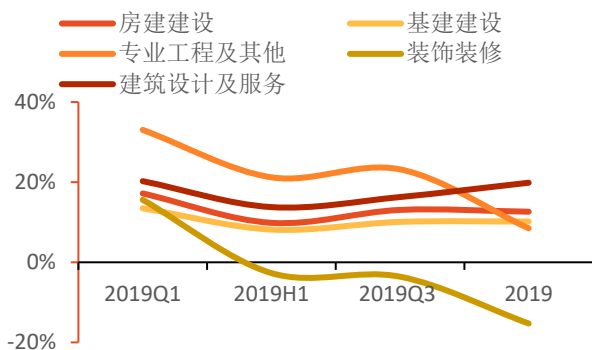
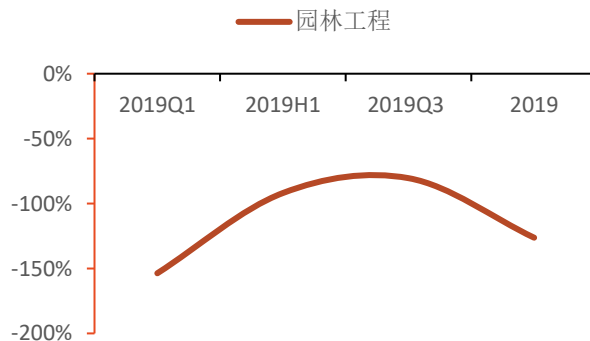


图 11：19Q1-19Q4 园林工程板块的归母净利润增速

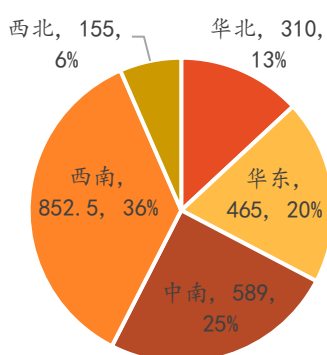


## 水泥：需求平稳增长，旺季区间后移

### 净新增产能冲击有限，产能置换政策收紧

受产能减量置换政策影响，19 年新增点火熟料产能 2372 万吨。根据数字水泥网，2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条，新点火熟料设计产能 2372 万吨，占 19 年底熟料设计产能的 1.3%。其中西南/中南/华东/华北/西北分别新增 853/589/465/310/155 万吨，占新增产能比例为 36%/25%/20%/13%/6%。截止到 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1624 条，设计熟料产能维持在 18.2 亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产能变化不大。

图 12：2019 年分区域新增产能（万吨，%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

表 1：2019 年新点火产线（万吨）

省份	企业	地址	规模(t/d)	年能力（万吨）	投产时间
山西	山西国金电力有限公司	吕梁市文水县	5000	155	2019 年 1 月
山西	山西西山华通水泥有限公司	太原市古交市	5000	155	2019 年 1 月
安徽	芜湖南方水泥有限公司	芜湖市繁昌县荻港镇	5000	155	2019 年 5 月
福建	永安金牛水泥有限公司一期	福建永安市槐南镇	5000	155	2019 年 4 月
江西	江西宜春红狮水泥有限公司	江西宜春市柏木镇	5000	155	2019 年 12 月
湖北	湖北京兰水泥集团有限公司	荆门市京山县钱场镇	5000	155	2019 年 1 月
湖南	湖南桃江南方水泥有限公司（二期）	益阳桃江灰山港镇	5000	155	2019 年 6 月
广西	融安县万德七星水泥（鱼峰）	柳州市融安县	4000	124	2019 年 8 月
广西	北流市路宝水泥有限公司	北流民乐镇新旺村	5000	155	2019 年 5 月
贵州	遵义赛德水泥有限公司	遵义市红花岗区深溪镇	5000	155	2019 年 6 月
云南	华宁玉珠水泥有限公司	玉溪华宁宁州镇	5000	155	2019 年 5 月
云南	昆明崇德水泥有限公司（华新禄劝）	昆明市禄劝县	5000	155	2019 年 10 月
云南	云南省活发集团刘总旗水泥有限公司	玉溪市红塔区	5000	155	2019 年 10 月
云南	云南明良汇江水泥制造有限公司	昆明市宜良县汤池街道	2500	77.5	2019 年 12 月
西藏	华新水泥西藏公司		5000	155	2019 年 10 月
甘肃	天水祁连山水泥有限公司拆迁项目	天水市武山县马力镇	5000	155	2019 年 3 月

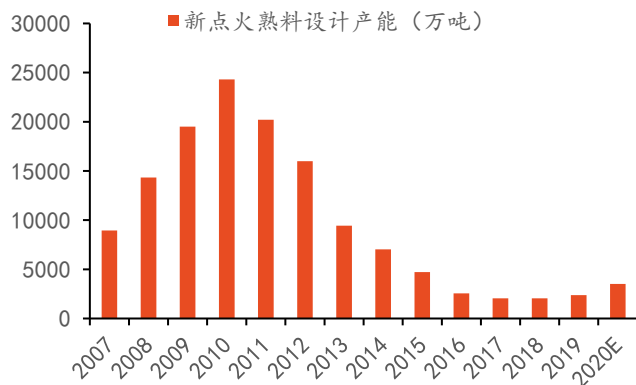
合计

2371.5

数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

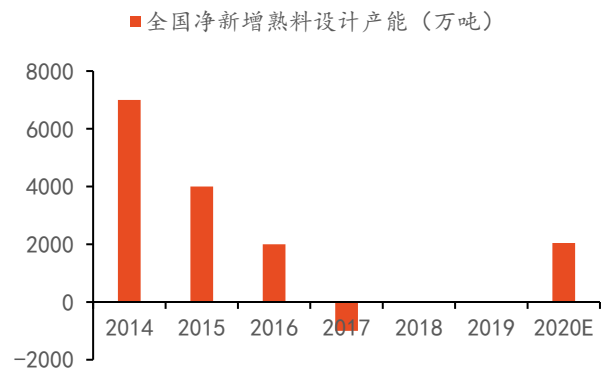
预计 20 年净增点火熟料产能 2045 万吨，产能冲击 1.12%，依然有限。受供给侧改革影响，2016-2019 年新点火熟料设计产能维持在 2000-2500 万吨左右。根据数字水泥网预计，2020 年熟料产能新增点火/净增 3510/2045 万吨，新增点火产能虽较 2019 年有所提升，但是净增产能占 19 年底熟料产能 1.12%，产能冲击依然有限。

图 13：2007-2020E 新点火熟料设计产能（万吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 14：2014-2020E 净新增熟料设计产能（万吨）



数据来源：Wind，数字水泥网，东方证券研究所

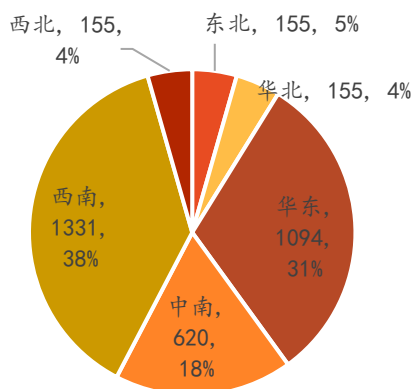
表 2：2020 年各地区新增产能计划（万吨）

分区域	新增年产能（万吨）	有效置换拆除（万吨）	净新增（万吨）	净新增占比
东北	155	-	155	7.6%
华北	155	-	155	7.6%
华东	1094	740	354	17.3%
中南	620	310	310	15.2%
西南	1331	260	1,071	52.4%
西北	155	155	-	0.0%
总计	3510.3	1465	2045.3	100%

数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

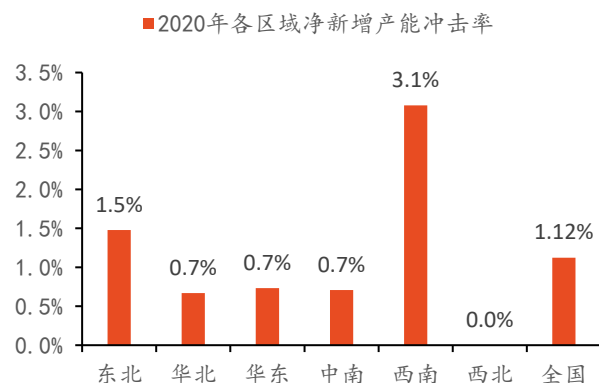
西南和东北地区 20 年受新增产能影响相对较大。分区域来看，2020 年新点火的熟料生产线西南地区为 1331 万吨，占比最高，达到 38%，其次是华东地区 1094 万吨，占比 31%。由于部分产线是置换产线，因此从净新增角度来看，预计 2020 年净新增 2045 万吨，其中西南占比达到 52.3%，华东降低到 17.3%，西北无净新增产能。但由于各区域水泥熟料总产能不同，净新增产能带来的冲击也各异。从净新增产能冲击率角度来看，西南地区仍为最高，达到 3.1%；其次为东北地区为 1.5%；华北/华东/中南地区为 0.7%；西北最低为 0%。

图 15：2020 年分区域新增产能（万吨，%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 16：2020 年预计各区域新增产能冲击率



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

**产能置换政策收紧，新增产能仍将受限。**在产能置换政策执行中，存在大量“无效产能”被置换为新建项目，导致去产能进度缓慢。为保障去产能进一步推进，工信部 2020 年 1 月出台《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，要求停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1 日起实行）。长期看，产能置换政策的收紧对新增产能持续限制。

表 3：水泥行业产能置换政策

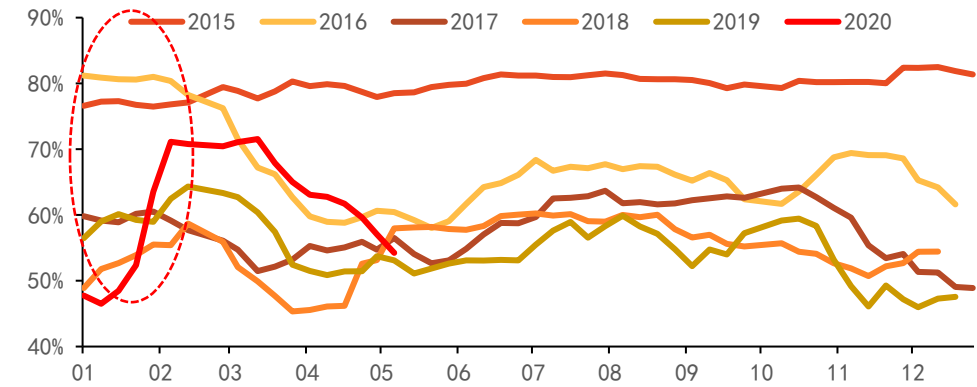
发布时间	部门	政策	主要内容
2016 年 5 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	水泥行业严禁建设新增产能项目，确有必要建设的新项目，须按照等量或减量的原则制定产能置换方案
2017 年 12 月	《中国水泥协会》	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	至 2020 年水泥产能压减约 4 亿吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%
2018 年 1 月	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换，其中：位于国家规定的环境敏感区内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能
2018 年 8 月	工信部	《关于严肃产能置换，严禁水泥、平板玻璃行业新增产能的通知》	要求各地主管部门严肃产能置换，坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能，严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位
2020 年 1 月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换(自 2021 年 1 月 1 日起实行)

数据来源：数字水泥网，政府官网，东方证券研究所

**错峰生产常态化，2015-2020 采暖季全国熟料库容比呈下降趋势。**针对全国雾霾问题，2014 年“错峰生产”被正式提出，并在北方 6 省第一次实施。2015 年实施范围扩大到北方十五省。2016 年工

信部和环境保护部联合发布《2016-2020 年期间水泥错峰生产工作通知》，冬季错峰在北方十五省逐步常态化。错峰生产使得企业在淡季时保持相对较低库存，全国熟料库容比在 2015-2020 采暖季整体呈现下降趋势。错峰生产缓解行业产能过剩压力，提升了行业盈利能力，逐渐开始在全国范围内推行。此外，错峰时间也从冬季采暖用煤高峰，拓展到夏季用电高峰。

图 17: 2015-2020.05 全国熟料库容比 (%)



华北地区错峰生产收紧，其他地区略有放松。从目前公布的错峰限产时间来看，2019-2020 年，华北地区错峰生产偏紧，其他地区整体维持常态化略有放松。2020 年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的最后关键一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，因此错峰生产在河北/山西地区有所收紧，错峰生产时间分别增加 16/62 天。而部分地区由于空气质量改善，错峰生产略有放松，例如四川地区上一年空气质量达标城市错峰时间降低到 90 天（之前为 100 天），但其他城市仍维持 100 天不变。2020 年为政策性执行错峰生产的最后一年，但我们认为 2016-2020 年错峰生产带来环境改善以及行业盈利提升，成效明显。预计在 2021 年及以后年度，行业仍将通过行业自律，将错峰生产常态化执行。

表 4: 各地区错峰限产时间 (天)

区域	地区	2018-2019	错峰时间	2019-2020	错峰时间	变化
华北	北京	2017.11.15-2018.3.15	120	2019.11.15-2020.3.15	121	不变
	天津	2018.11.15-2019.3.15	120	2019.11.15-2020.3.15	121	不变
河北	河北夏季: 8.10-8.20		夏季 10	夏季: 2019.6.25-7.4 和 8.1-8.10。	夏季 20	收紧
	冬季: 2018.11.15-2019.03.15		冬季 120	常态化错峰生产: 11.1-11.5 冬季: 2019.11.15 至 2020.3.15	冬季 126	
山西	冬季: 2018.11.15-2019.3.15		夏季 20	冬季: 2019.10.1-2020.3.31	夏季 20	收紧
	夏季: 20 天		冬季 121	夏季: 20 天	冬季 183	



内蒙	呼伦贝尔、兴安盟、通辽市、赤峰市： 2018.11.15-2019.4.15； 其他地区:2018.11.15-2019.3.15	122-152	2019.11.15-2020.3.15	123	不变
东北	辽宁	2018.11.1-2019.3.31 大连地区：2018.11.5-2019.4.5	151 2019.11.1-2020.3.31 大连地区 2019.11.5-2020.4.5	152	不变
	吉林	2018.11.1-2019.3.31 根据实际情况，可延续到 4.30	151-181 2019.11.10-2020.3.31	143	放松
	黑龙江	2018.10.20-2019.4.20	182 2019.10.20-2020.4.20	183	不变
华东	浙江	2018.11-2019.2	120 2019.11-2020.2	121	不变
	福建	春节前至 8.30	60 2019 年夏季 7.1 开始，停窑 15 天 2020 年春季每台回转窑停产 35 天	50	放松
	山东	2018.11.15-2019.3.15 2018.8.17-2018.9.5	夏季 19 2019 年夏季 40 天 2019.11.15-2020.3.15 冬季 120	夏季 40 冬季 121	收紧
	安徽	2018.11.1-2019.2	120 2019.11.15-2019.12	46	放松
	江西	春节期间(2-3 月份) ≥35 天，夏季 酷暑≥10 天，环境敏感期≥10 天。	≥ 55 春节 35 天，7、8 月 10 天，四季度 10 天。	55	不变
华中	河南	2018.11.15-2019.3.15	121 2019.6 2019.11.1-2019.12.31 2020.2.1-2020.3.31	夏季 30 冬季 121	不变
	湖南	大气污染防治特护期（10 月 16 日 至次年 3 月 15 日）	Q1≥35 天，Q4≥ 20 天 大气污染防治特护期（2020 年第一 季度），各新型干法水泥熟料生产企 业按照错峰停窑不少于 40 天。	一季度≥ 40 天	不变
西南	重庆	主城区和渝西区域内企业：110 天 渝东南、渝东北区域内企业：85 天	85-110 主城区和渝西区域内企业：110 天 渝东南、渝东北区域内企业：85 天	85-110	不变
	四川	全省水泥生产线每年停窑错峰生产 时间不少于 100 天。	≥ 100 上一年度空气质量达标市（州）的水 泥企业 90 天，其余地区为 100 天。	≥90	放松
	贵州	黔中地区 9 月至 11 月累计不少于 30 天	黔中地区 秋季≥ 50 2019 三季度 20-30 天，四季度 20 天	≥40	不变
西北	陕西	2018.6.1-2018.8.31 2018 .11.15-2019.3.15	夏季 92 冬季 120 2019.11.15-2020.3.15	夏季 92 冬季 121	不变
	甘肃	2018.11.1-2019. 3.10	130 2019.10.20-2020.3.31 停产 90 天	90	放松
	青海	2018.12.6 起累计停窑 5.5 个月	165 2019.11.15 起累计停窑 5.5 个月	165	不变

宁夏 2018.12.1-2019.3.10

100

2019.12.1-2020.3.10

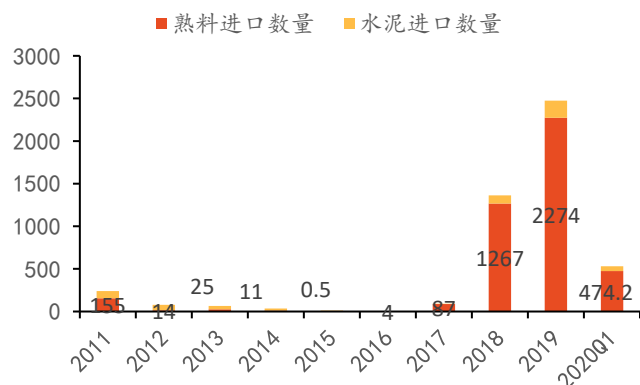
101

不变

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

预计 20 年进口熟料仍有较高增长，冲击有所加大。我国水泥及熟料近 3 年出口量持续下降，2019 年总出口量 553 万吨，而进口量连续两年大幅增长，2019 年进口水泥和熟料合计 2474 万吨，YoY+81.6%，其中熟料进口 2274 万吨，YoY+79.5%。我国进口熟料主要来自越南/韩国/泰国/印尼，占总进口总量的 67%/9.6%/7.7%/5.9%，熟料进入国内地区主要为山东/上海/福建/天津/江苏。随着东南亚各国水泥产能快速增长，产能出现严重过剩，出口动力逐渐增强，20Q1 熟料进口量 474.2 万吨，YoY+30.6%，预计 20 年水泥及熟料进口量仍有较高增长，冲击将有所加大。

图 18：2011-2020Q1 我国水泥及熟料进口数量（万吨）



数据来源：海关总署，东方证券研究所

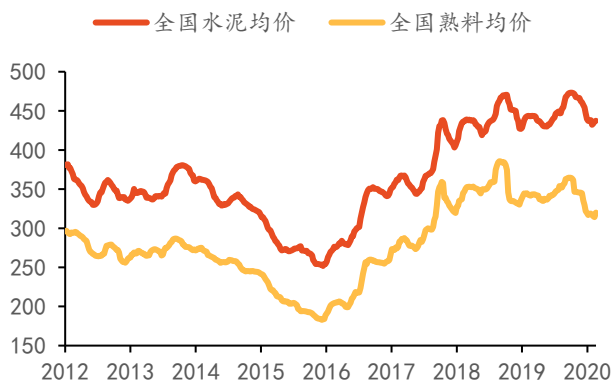
图 19：2011-2019 年我国水泥及熟料出口数量（万吨）



数据来源：海关总署，东方证券研究所

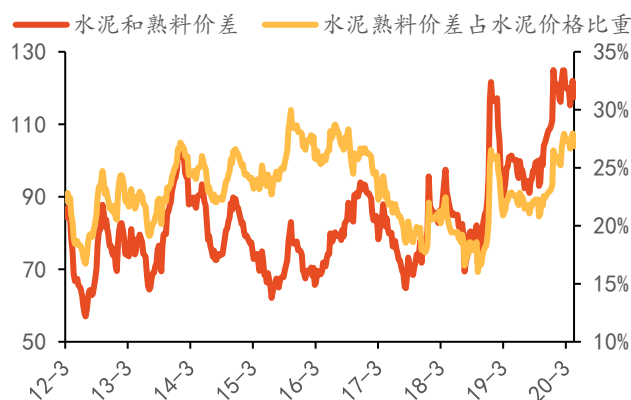
无进口熟料冲击下，水泥产业链利润将更多流向熟料环节。在矿山-熟料-水泥产业链中，熟料制造环节赚取的是矿山的资源品利润以及熟料加工的利润，而水泥制造环节仅赚取水泥加工的利润，因此水泥制造环节在产业链中利润分配相对稳定。在 2012-2018 年期间，水泥和熟料几乎同涨同跌，水泥和熟料价差（水泥制造环节利润）在 60-100 元之间波动，均值约为 80 元。且受水泥价格周期性影响相对较弱，在 12-15/16-18 年水泥价格下行/上行期内，水泥熟料价差并无明显下行/上行趋势，且由于水泥价格走低/高，水泥熟料价差占水泥价格比重反而不断提升/降低。2017 年国土资源部等六部委制定了《关于加快建设绿色矿山的实施意见》，在矿山整治趋严、环保要求提升的情况下，熟料资源属性逐渐提高，此时产业链环节的利润更多流向具有资源品属性的熟料环节，在 2017-2018 年，水泥熟料价差虽无明显走低，但是占水泥价格比重继续下降。

图 20: 2012-2020.04 全国水泥及熟料均价 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

图 21: 2012-2020.04 全国水泥和熟料价差 (元/吨)



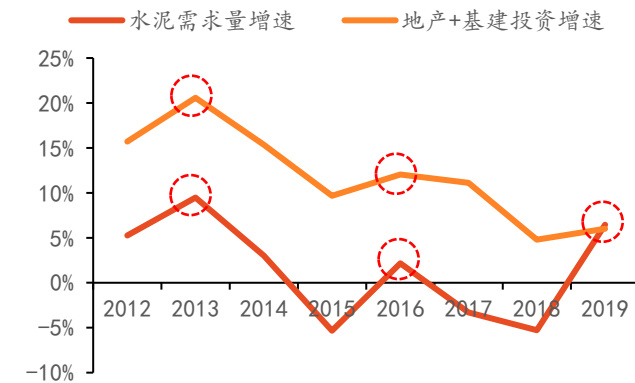
数据来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

受进口熟料冲击, 水泥产业链利润更多流向水泥制造环节, 不排除水泥和熟料价差进一步拉大。2019-2020.04, 随着进口熟料快速增长, 为守护水泥行业供给侧改革成果, 国内厂商通过降低熟料价格抵御进口熟料的冲击, 导致水泥和熟料价差拉大, 且占水泥价格比重不断提升, 产业链中利润更多流向水泥制造环节。在国外进口熟料快速增长的情况下, 国内熟料价格将继续受到冲击, 不排除国内水泥熟料价差进一步拉大的可能。

## 基建加码, 需求平稳增长

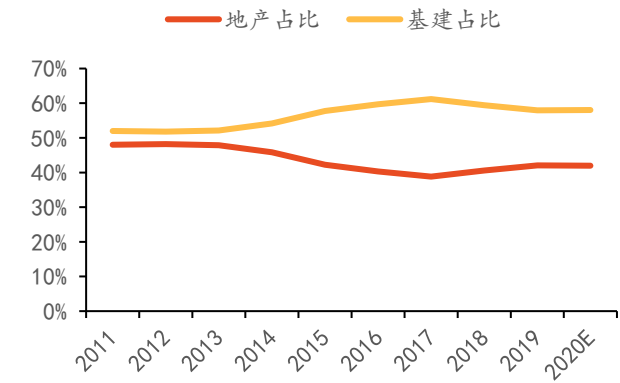
**预计 20 年基建占比 (基建+地产) 提升至 58.1%, 对水泥需求拉动力增强。**水泥受潮易凝固, 库存周期较短, 一般情况下, 水泥/熟料保质期分别为 1/3 个月, 因此从年度的维度看, 水泥的需求和产量基本持平。水泥需求主要来自基建/地产/农村市场, 由于农村市场相对较为稳定, 因此水泥主要依靠基建/房地产拉动。水泥需求增速和基建/地产投资增速相关性较高, 在 13/16/19 年, 基建+地产投资增速同比提升, 对应当年水泥需求量出现正增长; 在 15/17/18 年, 基建+地产投资增速放缓, 对应当年水泥需求量出现负增长。从结构上看, 基建投资占基建+地产投资比重从 2011 年 52.0% 提升至 2019 年 57.9%, 逐渐成为水泥需求主要拉动力。根据东方证券宏观/地产团队预计, 20 年基建/地产投资额增速分别为 5.0%/4.7%, 我们测算 20 年基建占比将继续提升至 58.1%。

图 22：2012-2019 年水泥和基建/地产投资增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

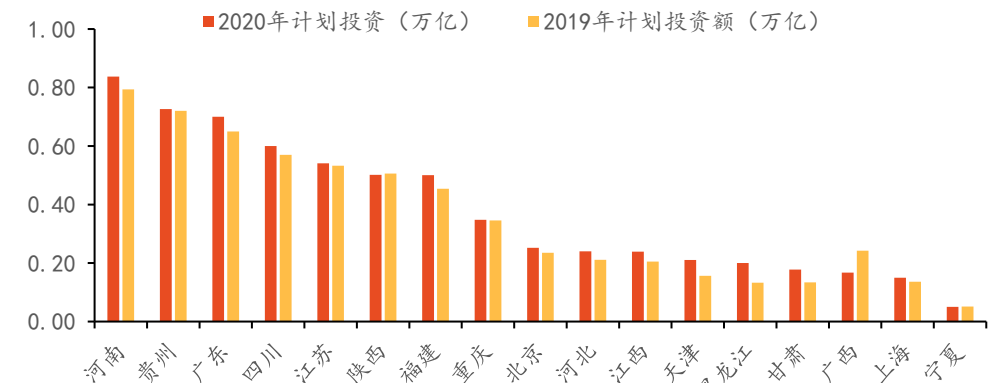
图 23：2011-2020E 基建和地产投资占比 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

基建加码稳增长，可比省份计划投资金额 6.44 万亿，YoY+6.0%。2020 年是“十三五”规划的收官之年，也是全面决胜小康之年。受新冠疫情冲击影响，短期经济增长有所扰动。为保证全年经济稳增长，各省市基建加码。根据公开资料，我们整理 17 个已公开 19/20 年计划投资额的可比省市，总计计划投资 6.44 万亿，YoY+6.0%，总投资稳健增长。

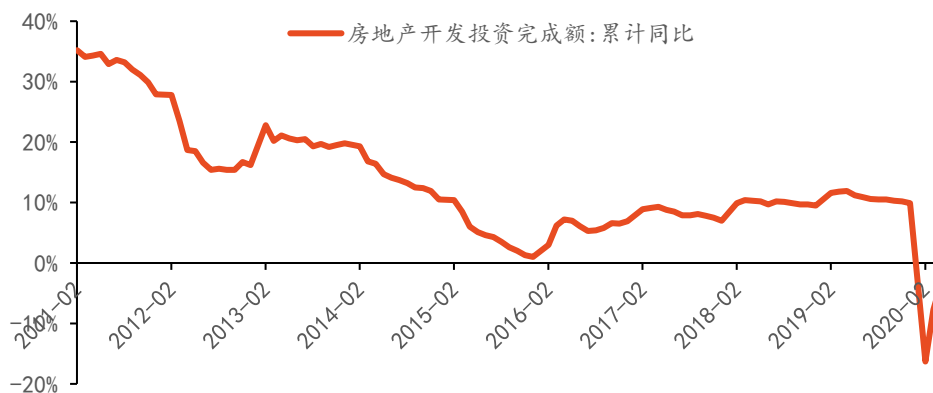
图 24：可比省市 2020 年计划投资额 (万亿)



数据来源：公开资料，东方证券研究所

地产保持韧性，预计 20 年投资额增速 4.7%。受疫情影响，地产开发投资额短期受到扰动，截至到 20 年 3 月，房地产开发投资完成额累计同比-3.3%。受地产韧性，预计全年地产仍有恢复性增长，根据东方证券地产团队预测，全年地产投资额增速有望达到 4.7%。

图 25：2011.02-2020.03 房地产开发投资完成额累计同比



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们测算 2019 年水泥需求系数 0.748 万吨/亿元，近两年相对稳定。由于水泥需求主要受基建/地产/农村拉动，而农村需求缺乏数据，因此我们用水泥需求量和（基建+地产）固定资产投资额来测算水泥需求系数。2019 年全国水泥需求系数为 0.748 万吨/亿元，即每 1 亿元（基建+地产）固定资产投资能带动 0.748 万吨水泥需求。全国水泥需求系数从 2011 年 1.631 下降到 2019 年 0.748 万吨/亿元，我们认为一是受通货膨胀影响，二是由于固定资产投资中，拿地成本/其他材料/人工的上升导致水泥需求系数下降。我们观察到 2018/2019 年水泥需求系数相对稳定，2019 年略有提升。

表 5：2011-2019 年全国水泥需求系数

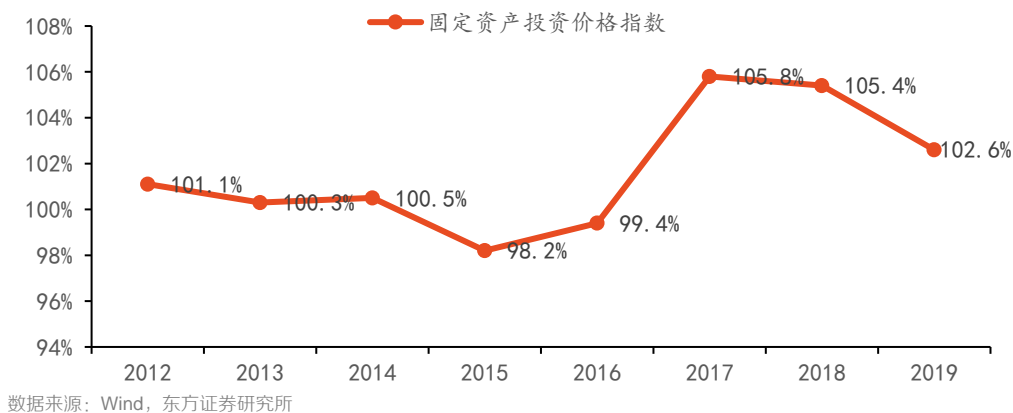
	水泥需求 量（亿吨）	房地产开发投资 完成额（万亿）	地产投 资增速	基建固投 （万亿）	基建投资 增速	基建+地产固 投（万亿）	基建+地产 投资增速	水 泥 需 求 系 数 （万吨/亿元）
2011	21.0	6.2		6.7		12.9		1.631
2012	22.1	7.2	16.2%	7.7	15.3%	14.9	15.7%	1.483
2013	24.2	8.6	19.8%	9.4	21.3%	18.0	20.6%	1.347
2014	24.9	9.5	10.5%	11.2	19.8%	20.7	15.4%	1.203
2015	23.6	9.6	1.0%	13.1	17.0%	22.7	9.7%	1.038
2016	24.1	10.3	6.9%	15.2	15.8%	25.5	12.0%	0.947
2017	23.3	11.0	7.0%	17.3	13.9%	28.3	11.1%	0.824
2018	22.1	12.0	9.5%	17.6	1.8%	29.6	4.8%	0.745
2019	23.5	13.2	9.9%	18.2	3.3%	31.4	6.0%	0.748

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计 2020 年水泥需求 24.0 亿吨，YoY+2.2%。根据东方证券宏观团队预计，20 年基建增速 5%，基建投资额达到 19.1（ $19.1=18.2 \times 105\%$ ）万亿。根据东方证券地产团队预计，20 年地产投资额增速 4.7%，地产投资额达到 13.8（ $13.8=13.2 \times 104.7\%$ ）万亿。我们预计 20 年基建+地产投资额合计达到 32.9（ $32.9=19.1+13.8$ ）万亿。受通胀影响，水泥需求系数长期处于下降趋势，我们用固定资产投资价格指数剔除通胀影响，假设 2020 年固定资产投资价格指数维持 19 年 102.6%

水平，我们测算 20 年水泥需求系数下降到 0.729 ( $0.729=0.748/102.6\%$ ) 万吨/亿元。在此情况下，我们测算 20 年水泥需求为 24.0 ( $24.0=32.9*0.729$ ) 亿吨，YoY+2.2%。

图 26：2012-2019 年固定资产投资价格指数



## 水泥景气高位，20 年旺季区间后移

受益供给侧改革以及需求平稳增长，水泥行业处于景气高位。受益行业供给受限，需求平稳增长，水泥行业价格从 2016 年以来不断走高，水泥行业公司盈利一路攀升，根据数字水泥网，2019 年水泥行业盈利 1867 亿，YoY+19.6%。2018-2020Q1，水泥价格高位震荡向上，行业处于景气高位。20Q1 受突发疫情以及行业淡季影响，水泥行业价格有所回落，但全年需求端仍保持平稳增长，供给端冲击有限，我们判断 20 年价格有望呈现高位平稳波动。

图 27：2008-2020Q1 全国水泥价格（元/吨）



图 28：2008-2019 年水泥行业盈利（亿）



北方淡季不明显，南方旺季集中在 3-5 月和 8-12 月。水泥受下游施工以及天气影响，呈现出季节性波动，但南北方淡旺季有所差异。我们将华北/东北/西北划分为北方地区，将华东/中南/西南划分为南方地区，以周度价格环比上涨区间作为旺季，环比下跌区间作为淡季。对于北方地区，在 2012-2015 年行业下行期，无明显淡旺季波动，例如在 14/15 年全年价格一路走低无旺季，仅在 12/13 年的 3-4 月份表现出旺季特征，但涨幅有限；在 2016-2020.5 行业上行期，淡旺季波动开始有所显现，但仍不明显，整体受周期性因素主导，会出现缓慢并持续性的旺季特征，比如 16/19 年 4-12 月份价格持续上行。对于南方地区，淡旺季特征相对明显，旺季集中在 3-5 月和 8-12 月，主要由于 1-3 月份为春节期间处于需求淡季，6-7 月份南方地区气温较高以及雨水较多导致施工强度降低而处于淡季。

图 29：2012-2020 年北方地区水泥价格（元/吨）



图 30：2012-2020 年南方地区水泥价格（元/吨）



表 6：水泥地区淡旺季价格涨跌幅

	北方地区				南方地区			
	淡季	跌幅	旺季	涨幅	淡季	跌幅	旺季	涨幅
2012	1-2 月	维持低位	3-4 月	4.4%	1-8 月	-21.3%	9-11 月	17%
	5-12 月	-11.3%			12 月	-3.3%		
2013	1-2 月	维持低位	3-4 月	3.1%	1-3 月	-6.7%	4-6 月	4.8%
	4-12 月	-3.3%			6-7 月	-2.6%	8-12 月	22.6%
2014	1-12 月	-8%	/	/	1-9 月	-17.9%	9-11 月	7.4%
					11-12 月	-4.6%		
2015	1-12 月	-17%	/	/	1-8 月	-23.6%	9-11 月	4.8%
					12 月	-2.3%		
2016	1-3 月	-4.3%	4-12 月	29%	1-2 月	-4.1%	3-5 月	10.3%
					6-7 月	-5.2%	8-12 月	37.8%
2017	1-2 月	-1%	3-5 月	11.1%	1-3 月	-4.3%	3-5 月	5.5%
	6-11 月	-5.4%	11-12 月	6%	6-8 月	-7.8%	8-12 月	44.6%
2018	1-3 月	维持低位	3-6 月	13%	1-3 月	-12.3%	3-5 月	8.1%
	7-8 月	-9.3%	8-12 月	5.9%	6-8 月	-2.9%	8-12 月	16.4%
2019	1-3 月	-5.8%	4-12 月	6.4%	1-3 月	-9.1%	3-5 月	2.9%



					6-8 月	-5.5%	9-12 月	15.3%
2020	1-5 月	-5.3%	/	/	1-3 月	-12.5%	4-5 月	3.3%

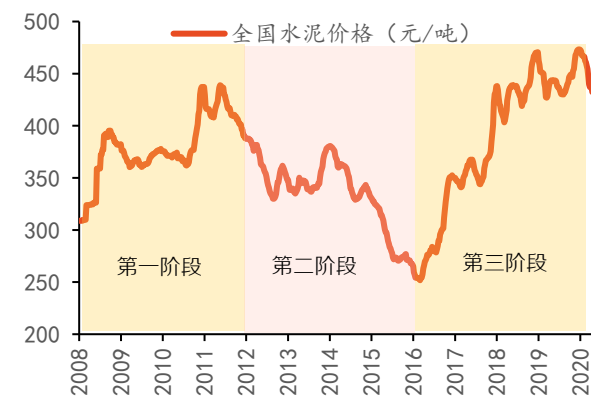
数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

南方旺季有望持续至 6 月份，北方地区 5 月份有望进入涨价旺季。往年南方地区 3-5 月份为旺季，20 年受新冠疫情影响，春节后开工复工延迟，南方地区从 4 月份才开始进入旺季（较往年延迟 1 个月左右）。20 年由于赶工需求，我们判断南方地区旺季有望持续至 6 月份（较往年有所延后）。北方地区复工较南方晚，因此 1-5 月上旬仍处于淡季。我们判断随着北方地区下游需求的逐渐释放，在 5 月份有望进入涨价旺季。

## 行业集中度逐渐进入平台期，格局稳定

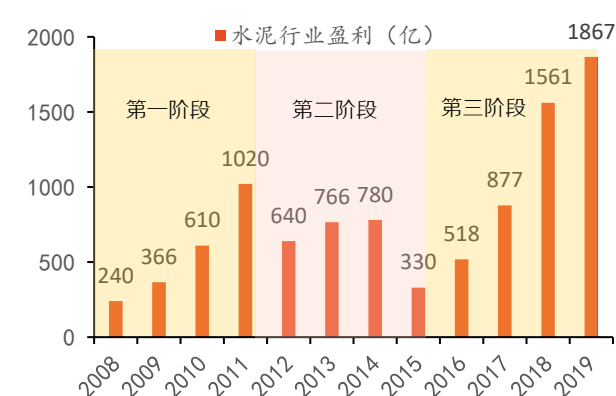
水泥产量增速逐步放缓，行业集中度稳步提升，CR10 从 08 年 28% 提升至 19 年 56.6%。水泥产量增速在 2009-2019 年逐步放缓，从 2009 年 15.5% 的增速下滑到 18 年 -5.3%，19 年增速回暖达到 6.4%。而行业集中度稳步提升，熟料行业 CR10 从 2008 年 28% 不断提升至 2019 年 56.6%。集中度提升大致分为 3 个阶段，第一阶段为 2008-2011 年，行业供需两旺，价格持续上行，大企业新增产能增速快于行业增速，行业间并购重组较多，CR10 从 2008 年 28% 提升至 2011 年 47%；第二阶段为 2012-2015 年，行业需求下滑，产能过剩导致价格持续走低，落后产能被迫退出，CR10 从 2011 年 47% 缓慢提升至 2015 年 52%；第三阶段为 2016-2019 年，行业供给受限，需求平稳，价格持续上行，行业间并购较少，2016 年金隅集团和冀东水泥重组后，CR10 有所提升，2016-2019 年 CR10 略有波动但整体趋于平稳。

图 31：2008-2020Q1 全国水泥价格（元/吨）



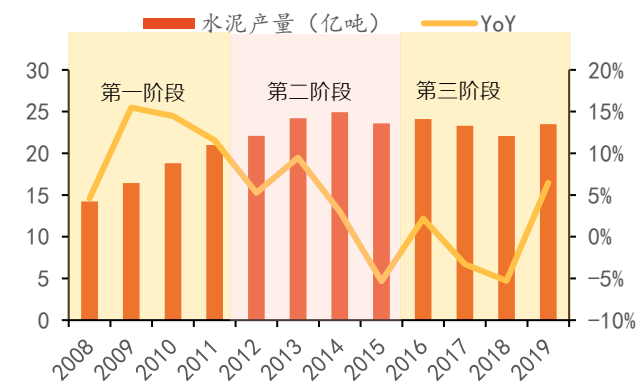
数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 32：2008-2019 年水泥行业盈利（亿）



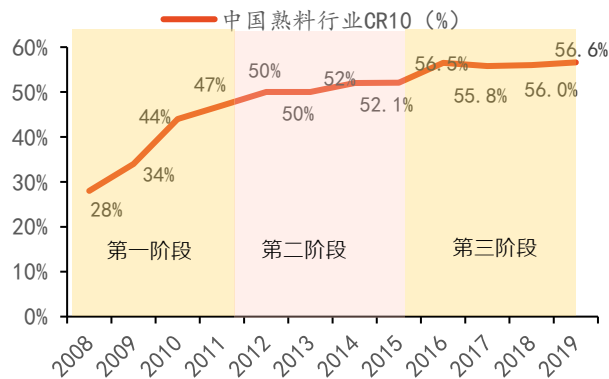
数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 33: 2000-2019 年水泥产量 (亿吨)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

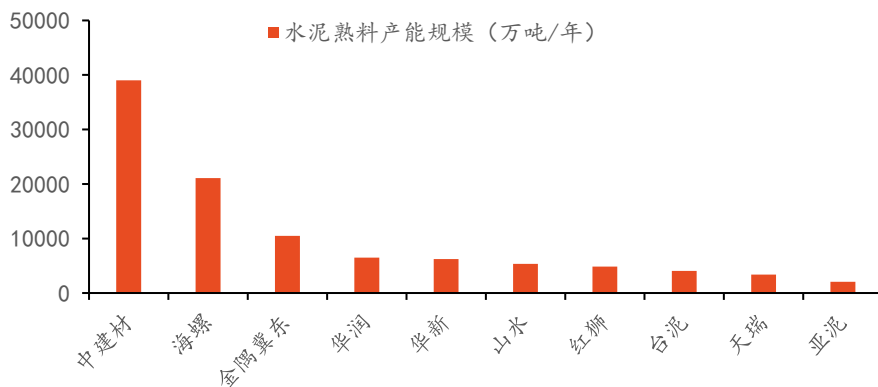
图 34: 2008-2019 年中国熟料行业 CR10 (%)



数据来源: 数字水泥网, 东方证券研究所

**集中度短期进入平台期，格局稳定。**根据中国水泥协会，截至 2019 年末，熟料产能前三为中建材/海螺水泥/金隅冀东，分别为 3.90/2.11/1.05 亿吨，份额分别为 21.4%/11.6%/5.8%。在产能置换和错峰生产持续推进下，新增产能有限，供给端成为存量市场。而需求端平稳增长，行业持续景气。在水泥价格高位平稳运行下，行业盈利不断向好，导致行业间并购价格抬升，大企业并购重组行为大幅减少。因此行业间竞争格局保持相对稳定，我们判断集中度短期逐渐进入平台期。

图 35: 2019 年水泥熟料产能规模全国十强 (万吨/年)

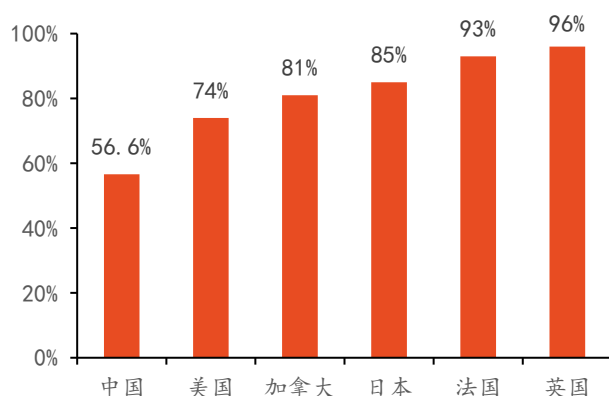


数据来源: 中国水泥协会, 东方证券研究所

**对比海外，国内水泥行业集中度仍有提升空间。**根据数字水泥网，截至 2019 年末，中国熟料行业 CR10 为 56.6%，相较美/加/日/法/英，仍有提升空间。参照美国水泥行业发展，CR5/CR10 长期处于上升趋势。同时我们观察到，在美国固定资产投资增速快速下滑的过程中，美国水泥行业 CR5/CR10 均有快速提升，例如在 1978-1982 年，美国固投增速从 19.3% 下滑到 0.2%，美国水泥行业 CR5/CR10 分别从 1978 年 28%/49% 提升至 1982 年 37%/58%，此外，1990-1991/2000-2002/2005-2009 年，均呈现此现象。我们认为在固投增速下滑的过程中，对应的水泥需求将出现下滑，行业进入景气下行周期，竞争力较弱的企业盈利较差，优势企业仍有较好盈利，行业间并购

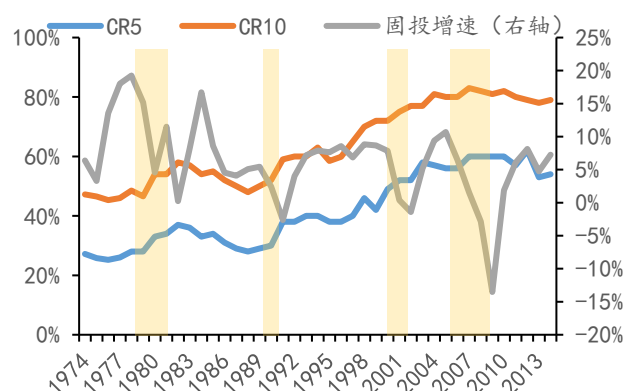
开始增多，行业集中度开始提升。从长期来看，若受固投增速下滑影响，国内水泥行业进入下行周期，不排除国内水泥行业进入新一轮并购整合期，对比国外，国内水泥行业集中度有望进一步提升。

图 36：2019 年末各国熟料行业 CR10（%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 37：1974-2014 年美国水泥 CR5、CR10 和固投增速



数据来源：USGS，Wind，东方证券研究所

表 7：1978-2009 年美国固投增速和水泥行业 CR5/CR10

	1978-1982		1990-1991		2000-2002		2005-2009	
年份	1978	1982	1990	1991	2000	2002	2005	2009
固投增速	19.3%	0.2%	2.4%	-2.6%	7.8%	-1.4%	10.7%	-13.5%
CR5	28%	37%	30%	38%	49%	52%	56%	60%
CR10	49%	58%	52%	59%	72%	77%	80%	81%

数据来源：USGS，Wind，东方证券研究所

## 玻璃：库存拐点已现，供需格局有望改善

### 净增产能可控，全年紧平衡可期

**平板玻璃新增产能受政策严控。**传统的平板玻璃行业面临能耗大、污染严重、产能过剩等问题，2015 年供给侧改革提出后，政策端对行业的主要引导方向主要表现为三个方面，即淘汰低端产能、提高行业集中度以及控制新增产能增长。其中，2016 年国务院下发的 34 号文提出，到 2020 年平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度要达到 60% 左右；2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目。对于确有必要新建产能的，2017 年底工信部下发 337 号文，明确必须实施减量或等量置换。

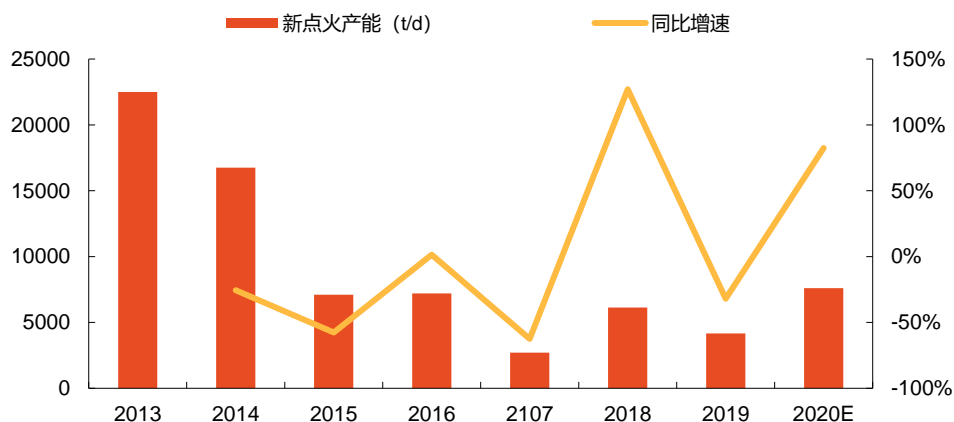
**表 8：玻璃行业供给侧改革相关政策**

时间	印发部门	文件名称	主要内容
2013 年 10 月	国务院	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（简称为“41 号文”）	2015 年底前再淘汰炼铁 1500 万吨、炼钢 1500 万吨、水泥（熟料及粉磨能力）1 亿吨、平板玻璃 2000 万重量箱
2016 年 5 月	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（简称为“34 号文”）	2020 年，平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60% 左右；2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目，并压减一批平板玻璃产能使产能利用率回到合理区间。
2017 年 12 月	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》（简称为“337 号文”）	严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，位于国家规定的环境敏感区的建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。
2020 年 1 月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	可以不用产能置换的情形：依托现有水泥窑和玻璃熔窑实施治污减排、节能降耗等不扩产能的技术改造项目；熔窑能力不超过 150 吨/天的新建工业用平板玻璃项目。已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换。

资料来源：国务院，工信部，东方证券研究所

**供给侧改革压力以及疫情影响下 2020 年新点火产能增量有限，预计在 7600t/d。**2015 年之前，平板玻璃行业产能扩张明显，其中 2013-2014 年均新点火产能近 2 万 t/d；供给侧改革实施后，新点火产能明显减少，2015-2019 年均新点火产能仅有 5459t/d。根据卓创资讯的统计数据，2020 年建成且有点火计划的玻璃生产线共有 13 条，总计产能 9050t/d，但考虑到疫情影响下部分产线会推迟点火时间，预估实际点火产能为 7600 t/d。

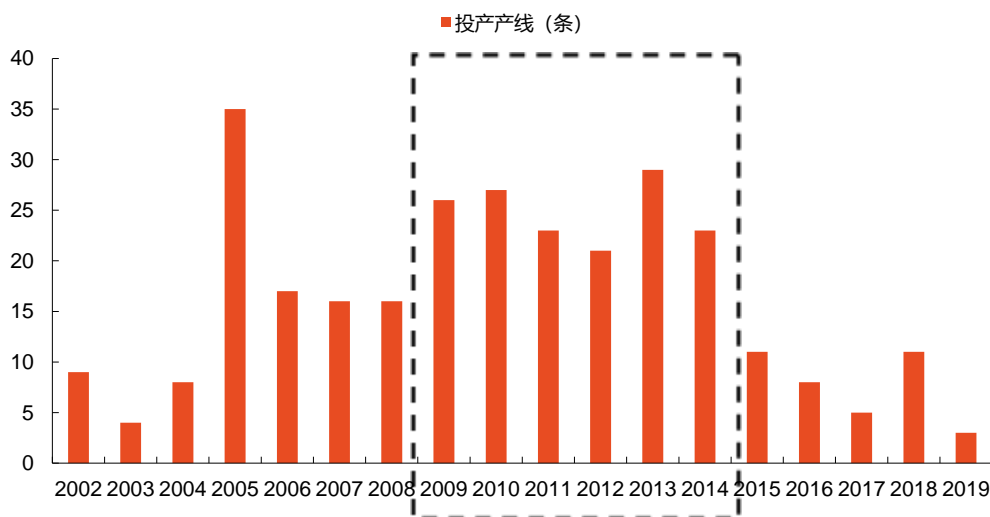
图 38：2013-2020 年平板玻璃新点火产能



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

**2009-2014 年为玻璃行业的投产高峰期。**2008 年金融危机之后，以“四万亿”为代表的一系列刺激政策出台，房地产宏观调控也出现边际改善，下游地产需求的改善导致浮法玻璃产线在 2009-2011 年期间大量投产。2012 年在经济下行背景下，投产规模出现下滑，但是到了 2013 年地产销售数据好转刺激施工需求、带动玻璃价格回升，又进入密集投产期。2015 年以来，受到供给侧改革的影响，新增产能投放被政策严格限制，此后行业新投产产线明显减少。总体来看，2009-2014 年是平板玻璃行业的投产高峰期，且未来受到行业需求及环保限产的压力，预计新投产的产线将远低于高峰时期。

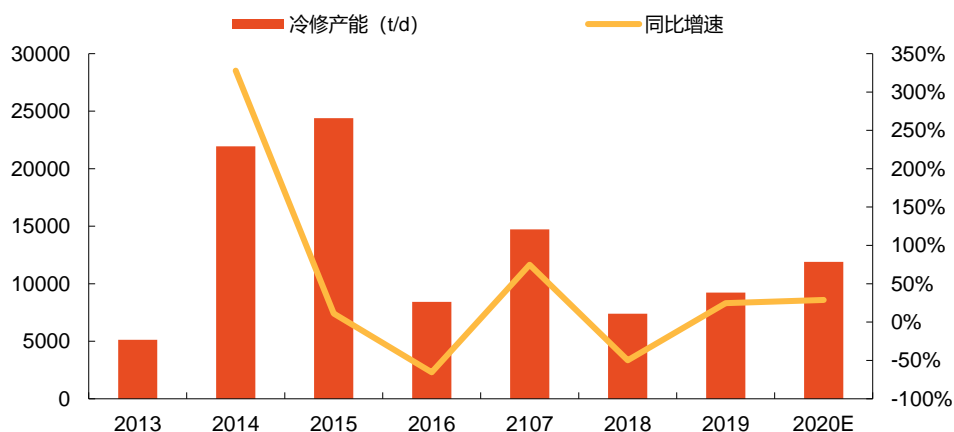
图 39：2002-2019 年玻璃行业投产产线



资料来源：Wind，东方证券研究所

预计未来两年为冷修高峰期，其中 2020 年冷修产能（包括停产）11900 t/d。从行业平均的检修水平来看，生产线冷修周期一般为投产后的 6-8 年左右，因此从投产时间推断行业冷修高峰期应为 2017-2021 年。但由于 2016 年以来平板玻璃价格上行，厂家利润改善后整体冷修意愿不强，而随着玻璃价格大幅回落以及存在安全隐患的窑体不得不进行冷修，我们预计在 2020-2021 年冷修高峰期将到来。根据卓创资讯的统计数据，2020 年有冷修计划的生产线合计产能为 11900 t/d, YoY+28.93%。

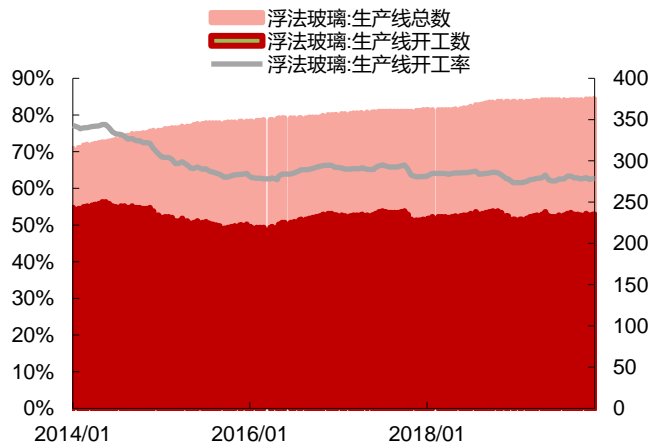
图 40：2013-2020 年玻璃行业冷修产能



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

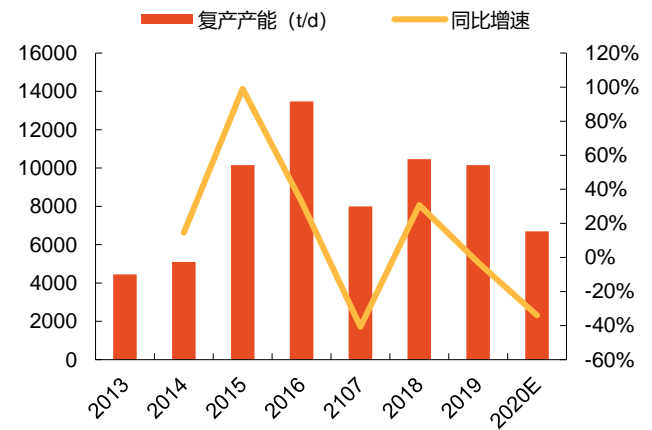
当前库存压力下复产动力偏弱，预计 2020 年复产产能为 6700t/d，处于较低水平。根据 Wind 统计数据，截至 2020 年 4 月底全国浮法玻璃生产线共 376 条，其中开工生产线 234 条，开工率仅为 62.23%，开工率偏低主要是由于存在部分僵尸产能以及停产后有待置换的产能指标；根据不完全统计，在未开工的生产线中，除去正常进入冷修的 55 条产线外，至少有 37 条产线停产时间已超过两年，这部分产能已不能进行产能置换，基本不存在短期复产的可能性。此外还有河北沙河地区 5 条产线因环保限产而停产，在库存高企、玻璃价格持续走低、盈利情况未明显改善的情况下，我们预计这部分产线也会延长限产的时间。2019 年进入冷修但未在当年复产的产线共 11 条，合计产能 6700t/d，我们预计这些产线在 2020 年将全部复产，为 2014 年以来最低的复产水平。

图 41: 2014/01-2018/01 浮法玻璃生产线开工数据



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 42: 2013-2020 年玻璃行业复产产能



资料来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

预计 2020 年净增产能 2400t/d，供给达到 9.48 亿重量箱，YOY+1.5%。由于净增产能=新点火产能+复产产能-冷修停产产能，我们估计 2020 年净增产能 2400 t/d，而 2019 年底在产产能为 155571 t/d，因此 2020 年产能同比增速为 1.54%。为了方便与产销量进行比较，我们将产能数据从日熔量换算成重量箱，可以得到 2020 年预计在产产能为 9.48 亿重量箱。我们将行业年产量近似为总供给，由于在产产能近几年保持相对稳定，随着 2016 年玻璃价格走高后产量持续增加，因此产能利用率也在不断提升，截至 2019 年底已达到 99.4%，基本是满产状态。由于今年地产预售交房压力较为刚性，我们判断下半年存赶工需求，因此预计 2020 年产能利用率可保持 100%的水平，对应总产量应为 9.48 亿重量箱。

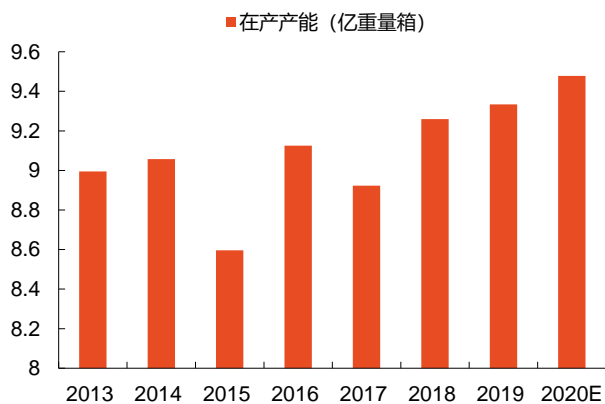
表 9: 2013-2020 年玻璃行业产能变动情况

	冷修停产产能 (t/d)	复产产能 (t/d)	新点火产能 (t/d)	净增产能 (t/d)	年初在产产能 (t/d)	同比增速
2013	5130	4450	22500	21820	129,420	16.86%
2014	21950	5100	16750	-100	150,510	-0.07%
2015	24390	10150	7100	-7140	146,160	-4.89%
2016	8430	13480	7200	12250	143,620	8.53%
2107	14730	8000	2700	-4030	152,090	-2.65%
2018	8000	10460	6130	8590	148,710	5.78%
2019	9230	10150	4165	5085	152,421	3.34%
2020E	11900	6700	7600	2400	155,571	1.54%

资料来源: Wind, 卓创资讯, 东方证券研究所

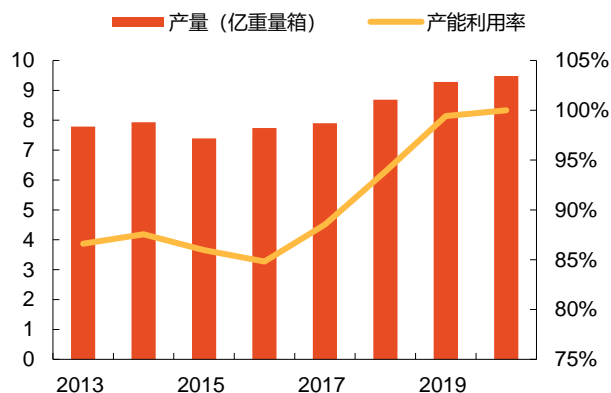


图 43：2013-2020 年玻璃行业在产产能（亿重量箱）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

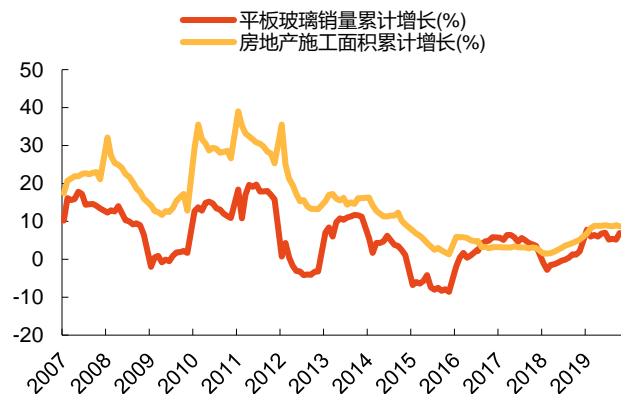
图 44：2013-2020 年玻璃行业产量及产能利用率（亿重量箱，%）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所 注：产能利用率=产量/在产产能

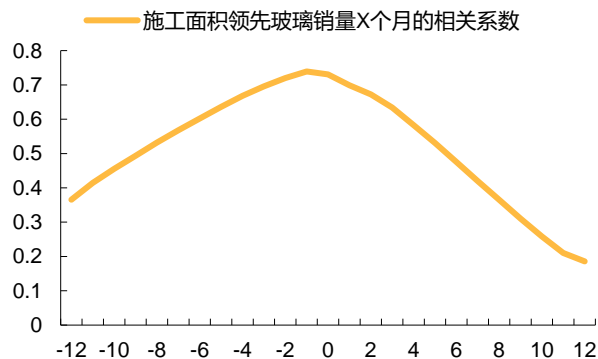
玻璃需求大部分来源于地产施工，与地产施工面积相关性较强。根据产业信息网的数据，建筑玻璃占平板玻璃需求的 75%左右，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时，因此理论上施工数据应该是玻璃需求的领先指标，而竣工数据则是玻璃需求的滞后指标。从 2005 年至今的月度数据上看（总计 168 个样本），施工面积与玻璃销量的相关性较强，当施工面积落后玻璃销量 1 个月时，二者相关系数达到最大值 0.74。而竣工面积与玻璃销量的相关性较低，当竣工面积落后玻璃销量 10 个月时相关系数才达到最大值 0.35。我们认为玻璃销量与竣工数据相关性较低的原因可能在于近几年地产商为了延迟报税而有意拖延竣工结算，从而导致统计局的竣工数据失真。

图 45：2007-2019 年平板玻璃销量与房屋施工面积累计同比增速（%）



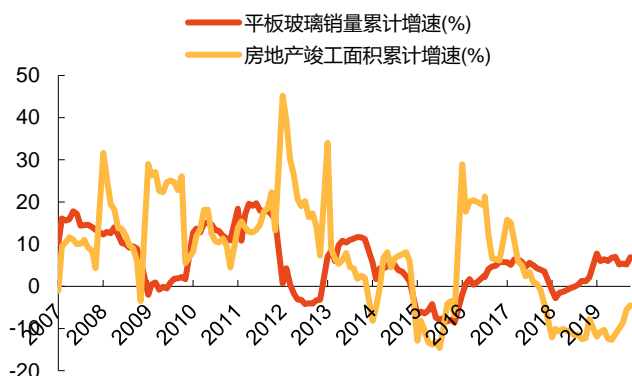
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 46：玻璃销量与施工面积的相关系数变化图（2005-2019 年）



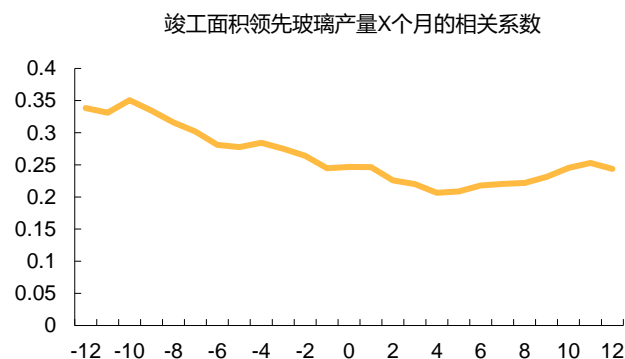
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 47：2007-2019 年平板玻璃销量与房屋竣工面积累计同比增速（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

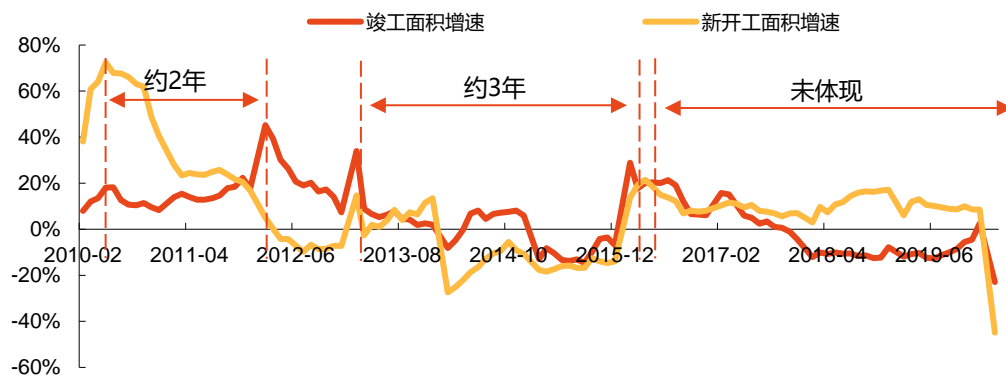
图 48：玻璃销量与竣工面积的相关系数变化图（2005-2019 年）



资料来源：Wind，东方证券研究所

刚性的交房需求以及资金从拿地到施工的转移支撑施工回暖，施工相对确定性较强。在“新开工-销售-竣工”的产业逻辑中，新开工面积是竣工端的领先指标。从近 10 年数据来看，竣工面积增速峰值出现在开工面积增速峰值 2-3 年后，而 2016 年以来新开工面积的高速增长至今还未体现在竣工端。考虑到预售交房的刚性约束下，地产商违约交房资金成本较高，竣工与新开工时滞不太可能进一步拉长，在此基础上，我们判断受疫情影响的工程进度也会通过赶工来追回，下半年需求有望回暖。此外，由于目前土地价格高企但新房销售却不振，房企为规避风险拿地意愿明显降低，截至 2019 年 4 月累计购置土地面积同比下滑 12%且最近一年均为负增长，在宽松的资金环境下房企很可能将更多资金用于施工端，从而支撑施工的回暖。

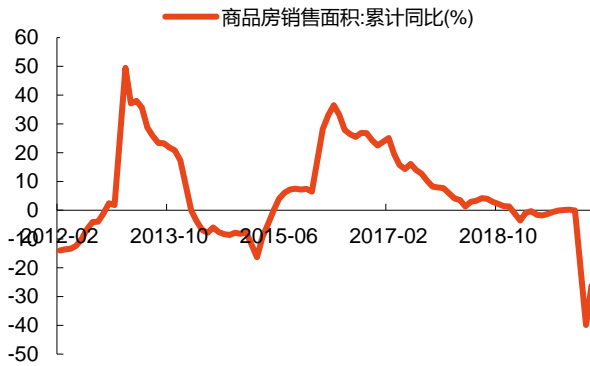
图 49：2010-2019 年房屋新开工面积与竣工面积累计增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

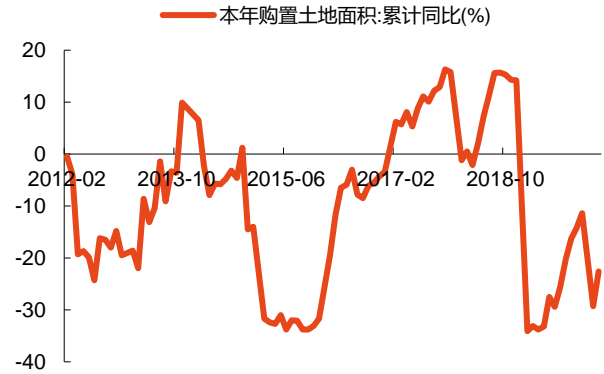
注：2020Q1 增速的大幅下滑主要受疫情停工影响。

图 50：2012/02-2020/04 商品房销售面积累计同比



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 51：2012/02-2020/04 地产商拿地面积累计同比



资料来源：Wind，东方证券研究所

我们预计 20 年地产施工面积 YoY+7.14%，玻璃需求有保障。按照国家统计局的统计口径，地产施工面积可以拆分成如下几个部分：施工面积=本期新开工面积+上期跨入本期继续施工的面积+净（停）复工面积，其中上期跨入本期继续施工的面积=上期施工面积-上期竣工面积。由于当前“房住不炒”的调控政策下新房销售低迷，房企新开工的意愿或降低，预计 2020 年新开工增速或放缓，同时随着信贷的边际宽松以及房企交付压力增加，预计 2020 年净停工面积将减少，施工面积将继续回升。东方地产团队预计 2020 年新开工面积增速 0.5%，同时净（停）复工面积基本与 2019 年持平，则根据上述公式可以推出 2020 年预计施工面积为 95.77 亿 $m^2$ ，YoY+7.14%。

表 10：2013-2020 年地产施工面积测算

	施工面积 (亿 $m^2$ )	竣工面积 (亿 $m^2$ )	新开工面积 (亿 $m^2$ )	上年转入本年的施工面积 (亿 $m^2$ )	净（停）复工面积 (亿 $m^2$ )
2013	66.56	10.14	20.12	47.40	-0.96
2014	72.65	10.75	17.96	56.41	-1.72
2015	73.57	11.88	15.45	61.90	-3.78
2016	75.90	11.15	16.69	61.69	-2.49
2017	78.15	11.73	17.87	64.75	-4.46
2018	82.23	13.84	20.93	66.42	-5.13
2019	89.38	14.72	22.71	68.39	-1.72
2020E	95.77	14.89	22.83	74.66	-1.72

资料来源：Wind，东方证券研究所

注：根据东方地产团队 2020 年初外发的研究报告《竣工周期拉长难挡竣工复苏大趋势》，2015 年来竣工面积与新开工及销售在总量和走势上出现明显背离，使得官方的竣工数据参考意义下降，因此我们参考报告的估计对 2015 年至今的地产竣工面积进行了调整。

2020 年平板玻璃需求预计超过 9.2 亿重量箱，YOY+3%，对应产销率 98%。19 年玻璃总销量为 89936 万重箱，根据产业信息网假设其中 75% 的需求为建筑玻璃，对应建筑玻璃销量 67452 万重箱。我们假设 20 年建筑玻璃需求增速与上文施工面积增速 7.14% 相同，即 72268 万重箱，但由于受疫情影响出口和汽车对应的需求下滑明显（今年 1-4 月按美元计价的全国出口同比下降 9%，汽车产量同比下降 32.3%），因此预计建筑玻璃需求的占比会有所提升，在中性假设下建筑玻璃需求提升占比至 78%，对应 2020 年平板玻璃总销量约为 9.27 亿重箱，YOY+3.02%，在前文预计产量 9.48 亿重箱的基础上，全年产销率约为 98%，基本维持供需紧平衡。

**表 11：中性假设下，预计 2020 年平板玻璃销量同比增长 3%**

情景	乐观	中性	悲观
建筑玻璃需求（万重量箱）	72268	72268	72268
建筑玻璃需求占比	75%	78%	80%
玻璃总需求（万重量箱）	96357.43	92651.37	90335.09
YOY	7.14%	3.02%	0.44%

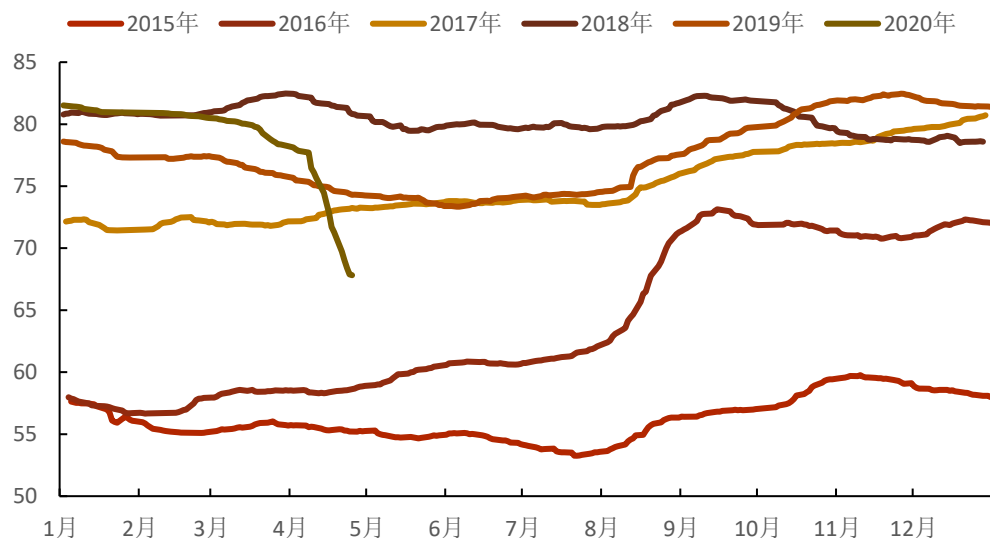
资料来源：卓创资讯，统计局，东方证券研究所

注：乐观/中性/悲观的假设针对的是玻璃总需求

## 成本下降对冲价格下滑，盈利仍具备较强韧性

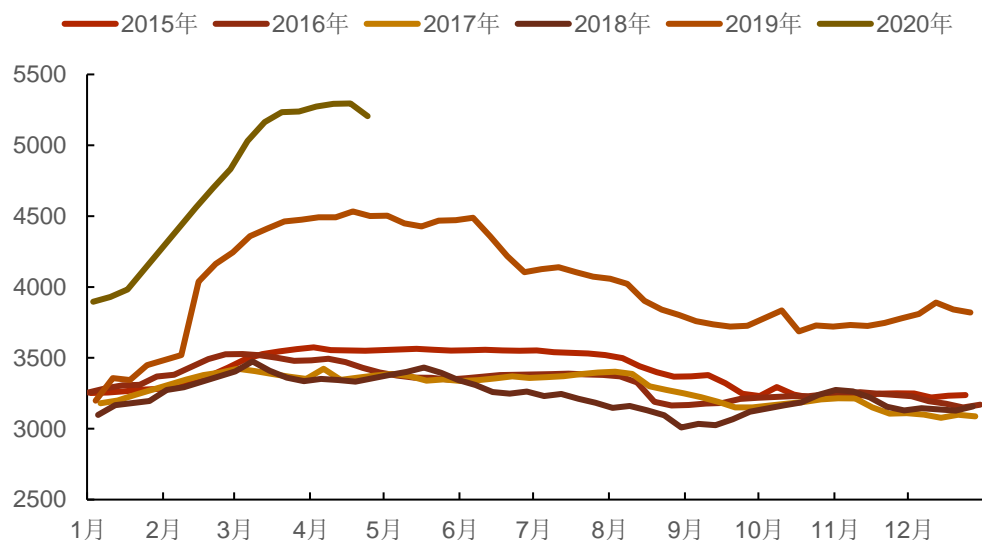
库存出现拐点但 20H1 可能还存在降价去库的压力，Q3 产能低点叠加施工回暖后价格有望止跌反弹。2019 年至今玻璃的价格走势可以分成三个阶段：①2019H1：由于 2018 年来玻璃价格持续高位、企业增加产量补库存，但由于去杠杆政策下房企资金周转不畅，下游施工需求不振，叠加一季度淡季影响下库存快速累积，厂商纷纷降价去库存。②2019H2：随着降价消化部分库存、施工加速需求端回暖以及环保限产政策的出台，玻璃价格 V 型反转，一路上升。③2020H1：新冠疫情导致下游复工延迟，企业生产线库存再次刷新历史高位、达到 5300 万重箱（全国总库存则达到 1.37 亿重箱），导致玻璃价格断崖式下滑。截至 2020 年 4 月底全国浮法玻璃均价为 67.82 元/重箱，比去年同期下滑 8.7%。虽然近期库存出现拐点，但我们判断当前企业的高库存仍需要进一步释放，上半年价格可能还有下行压力。截至 4 月底已有 4400t/d 的产能冷修（上文中我们预计全年冷修产能约 11900d/t），且上半年冷修的产线一般要到 Q4 才能复产，而 Q3 还会有其他计划内产线冷修，因此 Q3 或是年内的产能低点，同时下游施工需求有望回暖，从而扭转玻璃价格的跌势。

图 52：2015 年至今全国玻璃价格走势（元/重量箱）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 53：2015 年至今浮法玻璃生产线库存（万重量箱）

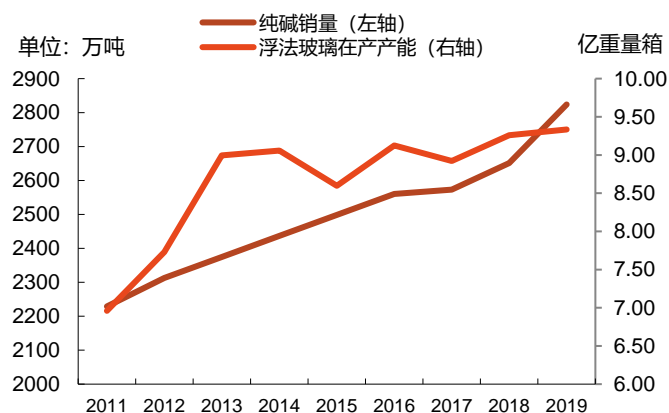


资料来源：Wind，东方证券研究所

纯碱处于产能周期高点，玻璃产能增长放缓对纯碱需求的影响较大。玻璃生产线一旦点火之后，产量水平基本固定，除冷修或其他意外事件发生的情况下，通常是 24 小时不间断生产，因此在产玻璃生产线对纯碱的需求是相对刚性的。玻璃主要是通过产产能的变动直接影响纯碱需求端，从历

史数据看，纯碱销量与浮法玻璃在产产能变动的方向基本一致。通过前文对玻璃供给的分析，我们预计未来平板玻璃产能增速将放缓，因此纯碱的需求或将受到一定的压制。从供给端来看，纯碱的供给变化主要受新增产能和限产政策的影响，而生产线冷修时间较短，一般不超过 15 天，因此对于整体的供给影响不大。从历史上看，2013-2015 年国内纯碱产能从 3099.42 万吨降至 2907 万吨，处于去产能周期；2016 年起产能再度扩张，2019 年达到 3314 万吨，YOY+9.05%。2020 年预计新增投产的纯碱产能有 125 万吨，YOY+3.77%，其中江苏德邦 60 万吨、甘肃金昌 25 万吨、青海发投 20 万吨和河南骏化 20 万吨，增速虽明显放缓但还是快于下游玻璃产能 1.5% 的增速。

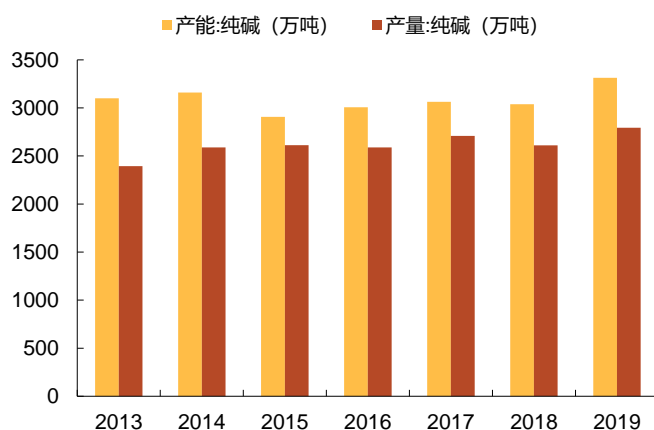
图 54：2011-2019 年纯碱销量与浮法玻璃在产产能



资料来源：Wind，东方证券研究所

注：由于纯碱销量在 2013-2015 年缺少数据，因此采用插值法进行平滑处理，该时期纯碱销量与玻璃产能之间的相关性不具备参考意义。

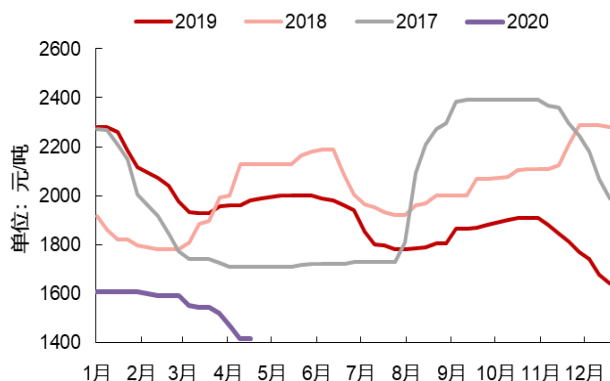
图 55：2013-2019 年纯碱产能/产量



资料来源：Wind，东方证券研究所

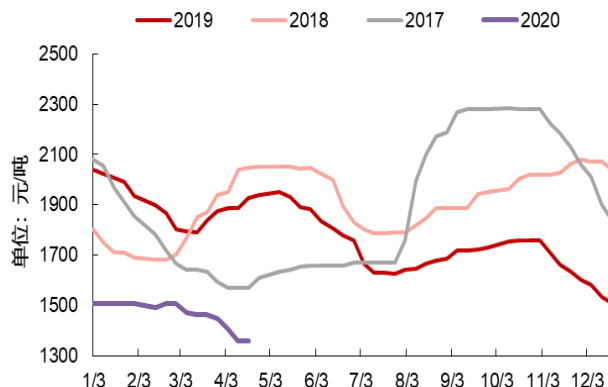
**预计纯碱价格 20 年将低位企稳，上行空间有限。**根据密度等物理性质的不同，纯碱一般可分为重质纯碱和轻质纯碱，其中重质纯碱是玻璃的主要生产原料，一般价格比轻质纯碱高 100-200 元左右，每重量箱平板玻璃约消耗重质纯碱 10.5kg。虽然纯碱下游的玻璃需求有所回暖，但由于产能处于历史高位，2019 年来纯碱价格持续下滑，截至 2020 年 4 月底，重质纯碱现货均价为 1418 元/吨，比年初下滑 12%。我们认为目前纯碱受制于自身产能高位以及下游玻璃产能增长放缓，预计短期价格将持续偏弱，但由于部分企业已处于亏损状态且行业有望同步实施协议减产，因此价格继续向下空间有限，综合来看 2020 年价格或企稳。

图 56：2017-2020/04 重质纯碱均价



资料来源：Wind，东方证券研究所

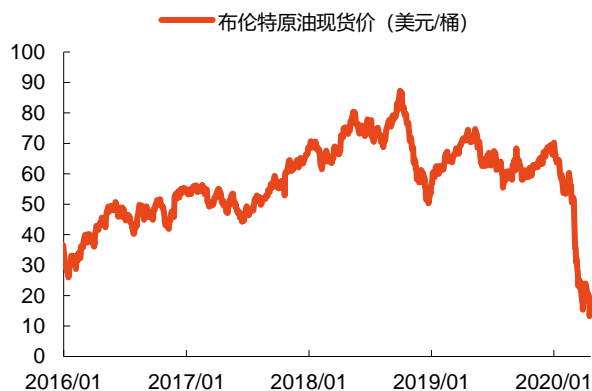
图 57：2017-2020/04 轻质纯碱均价



资料来源：Wind，东方证券研究所

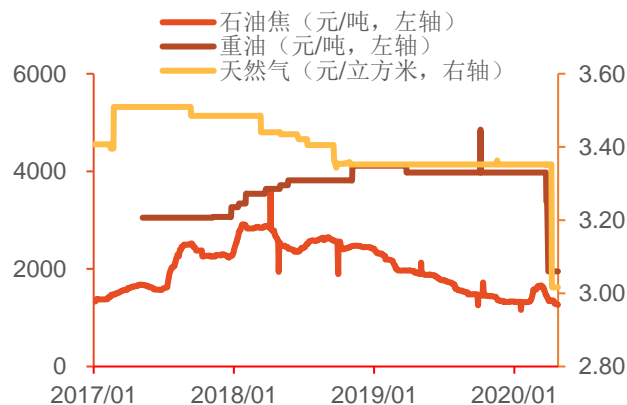
燃料价格低于历史同期，油价压制下短期难有大幅反弹。2020 年以来，由于沙特和俄罗斯价格战以及新冠疫情导致的需求萎缩，国际原油价格大幅下挫，截至 2020 年 4 月底，布伦特原油现货价格约为 16 元/桶，较年初下跌 75%。受到原油价格的拖累，主要能化产品均出现不同程度的下跌，玻璃的主要燃料石油焦/天然气/重油价格相比年初分别下跌 5%/10%/51%。东方证券化工团队预计全年布伦特原油均价为 30-40 美元/桶，我们认为供给增加的冲击短期内难以消除，新冠疫情影响下需求回暖尚需时日，今年油价大概率将持续低位运行，玻璃行业燃料成本也将显著低于历史同期水平。

图 58：2016/01-2020/01 原油价格



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 59：2017/01-2020/01 玻璃主要燃料价格



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

年初至今盈利下滑带动玻璃板块回落，下半年价格若反弹盈利有望恢复至疫情前的水平。今年以来玻璃价格持续下跌，玻璃企业的盈利水平也明显下滑，若以天然气为燃料，今年 1-4 月平均盈利水平为 33 元/箱，虽然比 2018 年同期少 3 元/箱，但仍比 2019 年同期多 7 元/箱，盈利具有一定韧



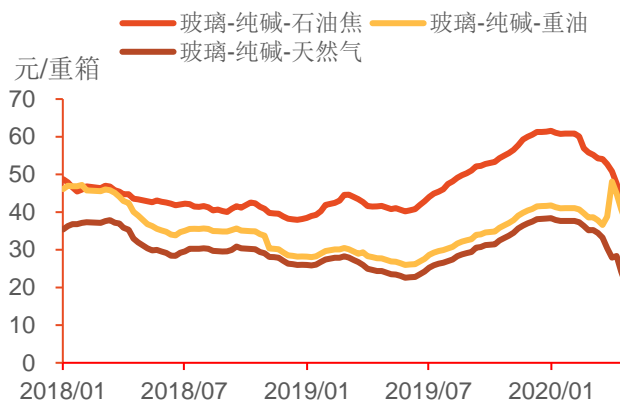
性，主要由于今年 1 月的玻璃价格相对较高，且纯碱及燃料价格也显著下降；盈利环比下滑的同时，随着国内和海外疫情恶化市场对企业销量下滑的担忧也在加重，因此玻璃（中信）板块指数由年初的高位回落近 12%。我们判断未来支撑板块回暖的关键因素在于盈利水平何时得到恢复，比较有利的因素在于原燃料的成本弹性向上不大，因此只要确认了价格拐点，盈利能力大概率也将得到改善，预计可恢复至年初疫情前的盈利水平（若以天然气为燃料，疫情前 1 月份的盈利约为 38 元/箱）。

图 60：2017-2020/04 玻璃板块股价走势



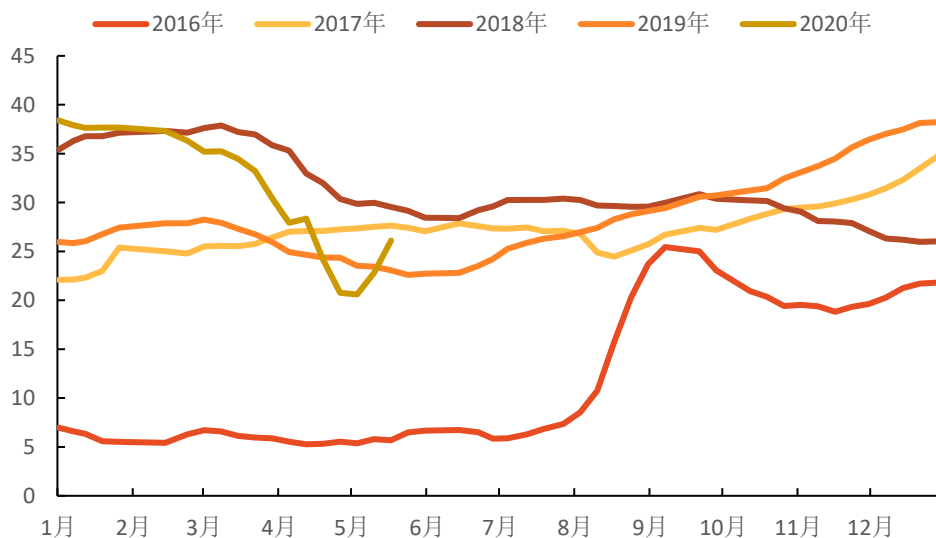
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 61：2018/01-2020/04 玻璃行业盈利水平



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 62：以天然气为燃料的玻璃盈利水平



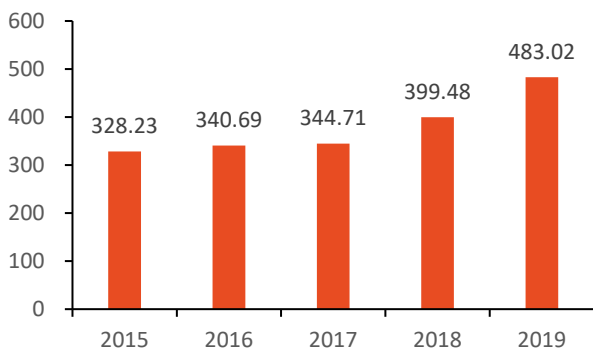
资料来源：Wind，东方证券研究所

## 玻纤：供给增速放缓，需求下半年企稳

### 新增供给有限，大厂主导新增产能

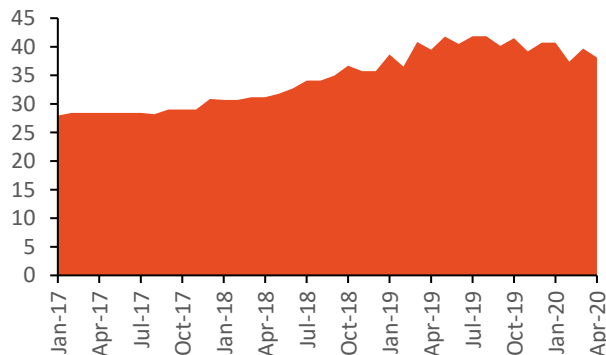
行业玻纤产能过去 5 年持续增加。18-19 年国内产能的增长开始加速，18 和 19 年在产产能 YoY+16%/21%。15 年底国内仅有 328 万吨产能，而 19 年底国内玻纤纱产能已达 483 万吨。19 年下半年，泰山玻纤、重庆国际、山东玻纤、昆山台嘉、清远忠信等先后关停或冷修一批中低端池窑生产线，2019 年全年累计关停池窑产能近 40 万吨，有效缓解了市场供大于求的问题。如果从每个月的在产产能看，17 年初月度产能为 28 万吨，18 年初月度产能为 30.7 万吨，17 年新增产能十分有限。但从 18 年开始，在产产能持续增加，19 年底月度产能已经增至 40.7 万吨。进入 20 年，由于巨石成都（年产能 6&8 万吨）和欧文斯康宁余杭（年产能 8 万吨）3 条池窑线进入冷修技改，月度在产产能小幅回落，截止 4 月底 38.1 万吨。按照我们的统计，20 年全年在产产能将有小幅增加，原因是中国巨石/长海股份都有扩产计划。

图 63：2015-2019 年国内玻纤在产产能（万吨/年）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 64：2017/1-2020/4 国内玻纤在产产能（万吨/月）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

19 年至今，产能没有出清，在技改和搬迁的背景下，大厂主导了更先进的新增产能。我们统计了 19 年 4 月至 20 年 4 月国内玻纤池窑产线的变化情况。这段时间大的背景是玻纤价格不断下滑，玻纤厂家的盈利空间不断被压缩，但产能出清并没有出现，小厂几乎没有关停产线的情况。停产的产线多为行业前二名的玩家（中国巨石和泰山玻纤），在统计的 9 条停产线中，有 7 条是中国巨石和泰山玻纤所属产线，而实际上泰山玻纤因为老厂房关停，更大的产能将在 2020H2 陆续在新厂区重新点火。中国巨石主要是将成都三条线关停，搬迁至新的厂房，升级为效率更高的智能化产线。

新的玻纤行业规范条件有望落地，监管加强控制，提高门槛，鼓励高端产能。工信部 2019 年 11 月公布了《玻璃纤维行业规范条件（意见征求意见稿）》，其中规定新建无碱玻璃纤维池窑法粗纱拉丝生产线（单丝直径>9 微米），单窑规模应达到 8 万吨/年及以上。新建无碱玻璃纤维池窑法细纱拉丝生产线（单丝直径≤9 微米）单丝直径，单窑规模应达到 50000 吨/年及以上。一般而言，万吨玻纤

纱初始投资在 1-1.5 亿元之间，粗纱池窑的初始投入达 8-12 亿元，细纱池窑的初始投入也达 5-7.5 亿元，对新进入者是相对比较高的资金门槛。此外，规范条件鼓励发展高强、高模量、耐碱、低介电、高硅氧、可降解、异性截面、复合纤维（玻璃纤维与热塑性树脂复合）等高性能及特种玻璃纤维及其制品。差异化的新增产能能有效扩大市场，控制价格。

**新点火产能相对高端，满足细分市场的新增需求。**从新点火的产线看，基本上都是比较高端的产能，比如重庆国际和 OC 合作的高模量玻纤纱主要用于风电领域，台嘉和林州光远新增的产线主要用于生产电子纱，重庆国际 20 年 3 月份新点火的池窑专注高性能产品的研发。比较高端的新增产能不会冲击大宗品的价格，所以大宗玻纤的价格已经处于相对历史低位水平。

表 12：19/4-20/4 内玻纤池窑产线变化情况

省份	企业名称	时间	年产能（万吨）	状态（停产/点火）	品种
重庆	重庆国际复合材料+oc 合作	2019.4	11	点火	高模量玻璃纤维纱
安徽	台嘉蚌埠玻璃纤维有限公司	2019.5	3.5	点火	池窑电子纱
山东	山东玻纤	2019.6	3	停产	中碱织布纱
山东	泰山玻纤	2019.8	4	停产	无碱粗纱
河南	林州光远新材料科技有限公司	2019.10	0.3	点火	高性能电子纱 5G
山东	泰山玻璃纤维有限公司	2019.10	4	停产	无碱粗纱
四川	中国巨石（成都）有限公司	2019.11	9	停产	无碱粗纱
山东	泰山玻璃纤维有限公司	2019.11	4	停产	无碱粗纱
山东	泰山玻璃纤维有限公司	2019.11	3	停产	无碱粗纱
辽宁	辽宁省炜盛新材料有限公司	2019.11	7	点火	中碱高性能纺织用纱
成都	巨石集团成都有限公司	2020.2	6	停产	无碱粗纱
成都	巨石集团成都有限公司	2020.2	8	停产	无碱粗纱
江苏	OC 复合材料（中国）有限公司	2020.2	8	停产	无碱粗纱
重庆	重庆国际复合材料有限公司	2020.3	0.4	点火	高性能玻纤

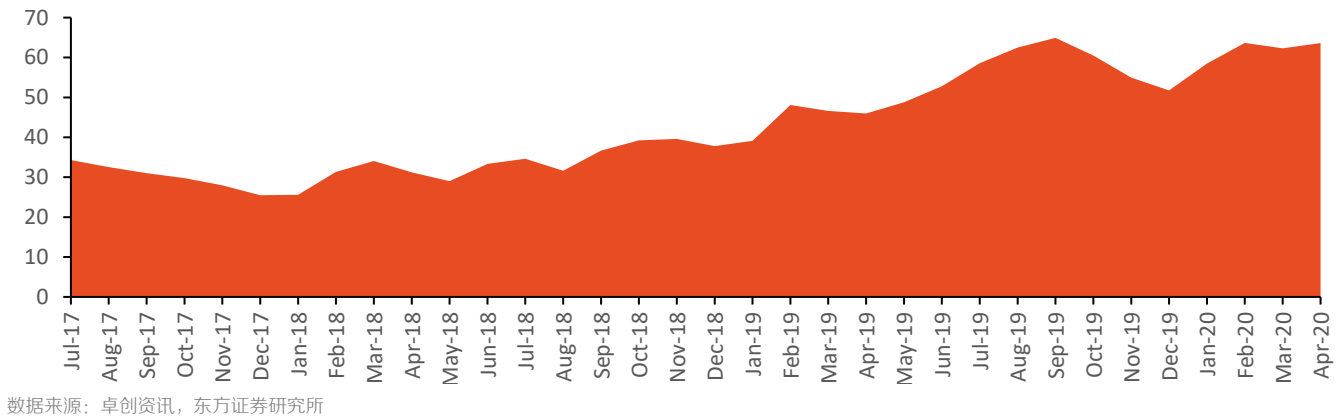
数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

**产量增加相对平稳，长期看有其合理性。**从行业产量看，相对产能而言，增长比较平稳。自 16 年以来，行业玻纤纱产量增速一直维持在 12%-15% 之间，增长最快的是 18 年，增速达 14.71%。由于玻纤是市场化程度较高的大宗产品，价格是由市场的供需所决定的，产能的扩张必有其合理性。一方面，从中长期看，相同规格的玻纤纱价格在不断下降，由于玻纤及制品属于替代品，价格的下滑使得应用的领域和量不断增加；另一方面，在技改和节约成本方面，国内的巨头公司都做了相当的努力，即使售价不断下降，公司还能保持一定的盈利能力。

**行业库存 18 年初至今不断上移，在产能扩张大背景下，解释供需关系能力有限。**行业库存从 17 年初至 18 年初，不断下滑。18 年 1 月底，行业库存降至过去 3 年最低点，25.6 万吨。从 18 年初到 19 年 9 月底，行业库存升至 64.9 万吨的历史峰值。行业库存的持续上涨，在静态的环境下显示需求小于供给，但是在产能持续扩张的 18 和 19 年，我们认为这种解释并无说服力。实际上，需求在 18 和 19 年并不疲弱，只是因为供给扩张过于迅速，消化这些新增产能需要时间。19 年四季度，行业经历了一波去库存，库存降至 51.7 万吨。此后，由于进入需求淡季，行业库存重新反弹至 4 月

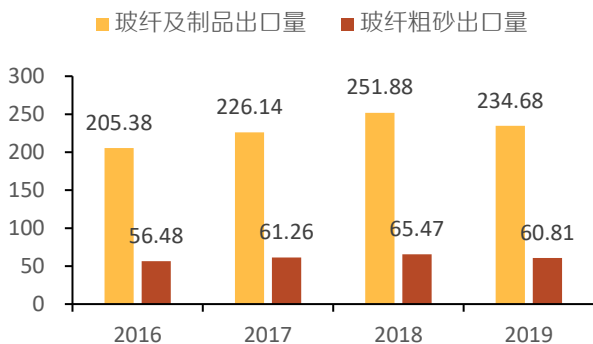
底的 63.6 万吨。我们认为在产能不变的情况下，库存是反应供需的良好指标，但在产能持续扩张的情况下，我们对这个指标需要谨慎。

图 65：2017/7-2020/4 国内玻纤企业库存（万吨）



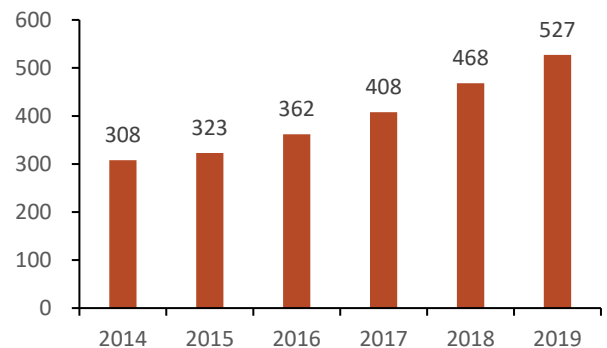
过去 4 年，海外出口对玻纤需求的影响正在降低。玻纤及制品出口量从 16 年的 205 万吨增至 19 年的 235 万吨，过去 4 年 CAGR+4.5%。同时期，玻纤纱产量从 362 万吨增至 527 万吨，CAGR+13.3%。由于玻纤纱与制品产量之间没有固定的比例关系，所以我们无法用玻纤及制品出口量除以玻纤纱产量来得到一个准确的出口占比。但从过去 4 年出口量的复合增速和生产量的复合增速（4.5% VS 13.3%）比较，海外对需求的占比正在逐步降低。另外，中国海关的数据显示玻纤粗砂的年出口量从 16 年的 56 万吨增至 19 年的 61 万吨，CAGR+2.5%。这显示国外对相对大宗品的玻纤纱的需求量相对比较疲弱，行业增加的大部分产能被国内的需求所消化。

图 66：2016-2019 年玻纤及制品/玻纤粗砂出口量（万吨）



数据来源：中国海关，东方证券研究所

图 67：2014-2019 年国内玻纤纱产量（万吨）

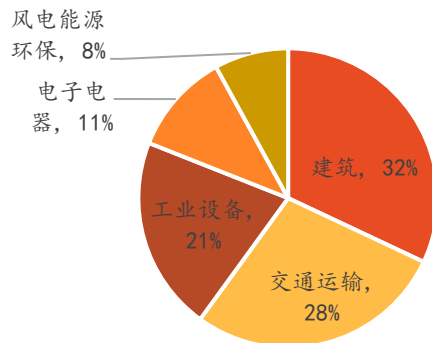


数据来源：中国玻璃纤维工业协会，东方证券研究所

## 受益基建/风电/PCB 拉动，20 年需求前低后高

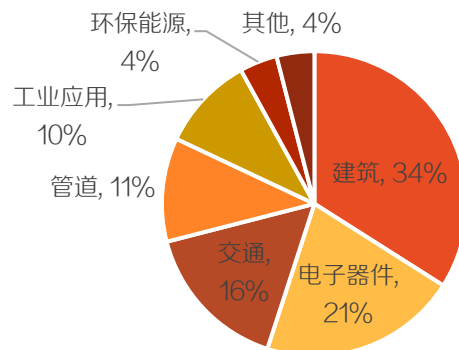
玻纤下游需求中，建筑业占比约 3 成，风电/电子增速较快。玻纤作为替代材料，可以在多个领域对钢铁、木材、水泥等传统材料进行替代；作为一种增强材料，可以应用在航空/交运/建材/风电等领域，增强原材料的物理性能。玻纤下游行业相对比较分散，对比国内外，建筑业仍为主流应用，根据公开资料，2016 年全球/国内建筑业占玻纤需求比重约 3 成。根据玻纤工业协会，16 年国内玻纤下游需求主要集中在建筑/电子器件/交通/管道/工业应用等，分别占比 32%/21%/16%/11%/10%。我们判断目前国内需求结构与 16 年相比变化不大，一方面占比较高的领域 16-20 年增速相差不大，另一方面玻纤在各领域渗透率的提升相对平缓。但我们判断新兴领域如风电/电子占比相较 16 年有所提升，主要由于风电/电子电器属于新兴领域，处于快速增长期。

图 68：2016 年全球玻纤下游需求结构（%）



数据来源：玻纤情报网，东方证券研究所

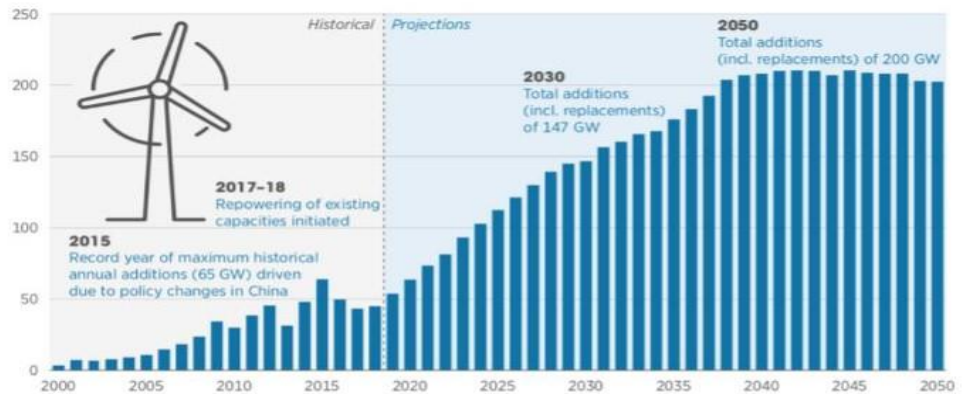
图 69：2016 年国内玻纤下游需求结构（%）



数据来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

**风电行业长期驱动玻纤增长。**玻纤纱主要应用于风电叶片、机舱罩和导流罩等部位。在叶片中，将玻纤布铺到桨叶模型中，再用树脂固化，用于增强叶片的强度。风电作为清洁能源，在未来能源结构中占比将不断增加，将长期驱动玻纤增长。根据国际可再生能源署预测，2030 年陆上新增装机容量约为 147GW，CAGR+9.7%。此外，在风电叶片大型化的趋势下，单 GW 风电装机使用的风电纱增多，长期驱动玻纤需求增长。

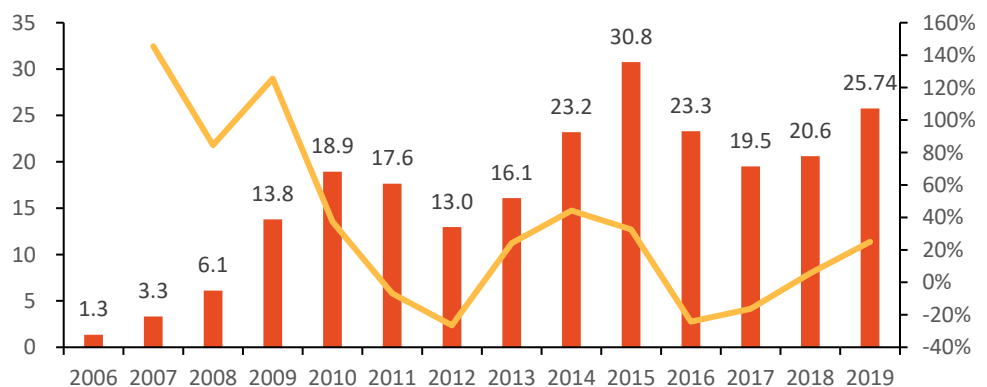
图 70：2020-2050 全球风电装机规模预测（GW）



数据来源：金风科技推介材料，国际可再生能源署，东方证券研究所

风电行业景气延续，20 年迎来“抢装”。根据 2019 年 5 月 21 日国家发改委发布的《关于完善风电上网电价政策的通知》，2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。由于吊装到并网大概需要 6 个月，因此已批准项目为拿到补贴，将集中于 19/20 年开工。风电行业 19 年已开始加速装机并网，根据 GWEC 统计，2019 年国内风电装机 25.7GW，YoY+25%。我们判断剩余已核准项目将加速建设，20 年风电行业景气度延续。

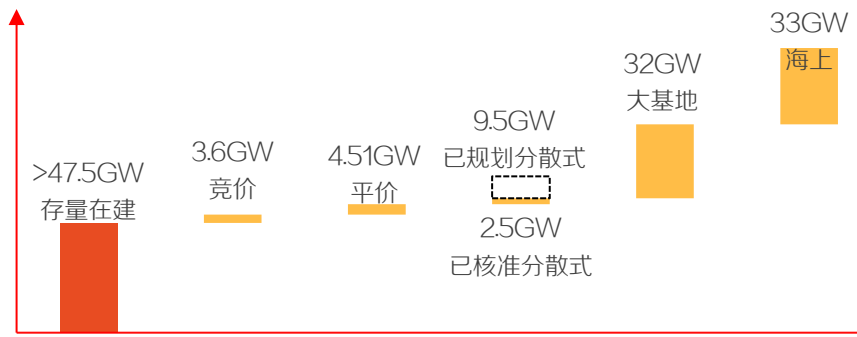
图 71：2016-2019 年国内风电装机量（GW）



数据来源：GWEC，东方证券研究所

21 年装机有支撑，平价后打开长期发展空间。根据彭博新能源财经统计，截至 2019 年底，国内陆上和海上在建存量项目（带补贴）约 47.5GW，已核准项目约 85GW，合计约 133GW。在建+核准项目仍能满足行业未来几年装机需求，我们认为风电行业 20 年“抢装”后，在 21 年需求仍有支撑。根据《关于完善风电上网电价政策的通知》，2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。风电进入平价时代后，将逐渐取代传统能源，打开长期发展空间。

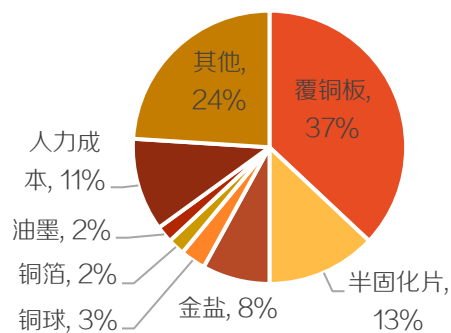
图 72: 截至 2019 年底国内风电存量及核准项目 (GW)



数据来源: 金风科技推介材料, 东方证券研究所

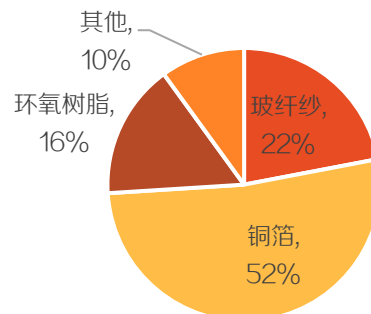
**PCB 拉动玻纤需求。**玻纤细分品类电子纱, 经加工成电子布后主要应用于覆铜板, 根据半导体行业采购联盟, 玻纤纱占覆铜板成本 22-26%。覆铜板进一步加工后应用于印制电路板 (PCB), 根据深南电路招股说明书, 覆铜板占 PCB 板成本约 37%。因此, PCB 行业的增长将拉动玻纤需求。

图 73: PCB 板成本构成 (%)



数据来源: 深南电路招股说明书、半导体行业采购联盟, 东方证券研究所

图 74: 覆铜板 (薄板) 成本构成 (%)

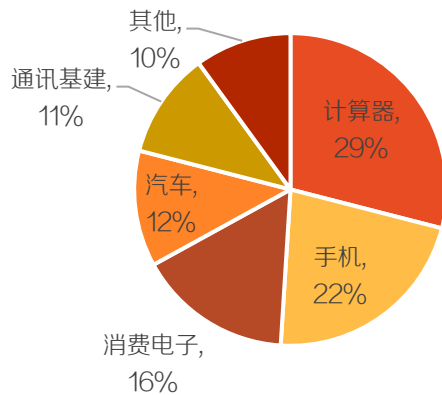


数据来源: 深南电路招股说明书、半导体行业采购联盟, 东方证券研究所

**根据 Prismark, 20/21 年全球 PCB 行业产值增速+4.9%/5.6%。**PCB 是电子设备中电子元器件的载体, 可广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子等领域。根据 Prismark 数据, 2018 年全球 PCB 下游计算器/手机/消费电子占比分别为 29%/22%/16%。随着 5G/云计算/汽车电子的应用扩大, 将拉动 PCB 增长。在 5G 应用方面, 由于频段的增加将需要更多射频原件, 射频前端器件的数量增加将直接拉动 PCB 需求。

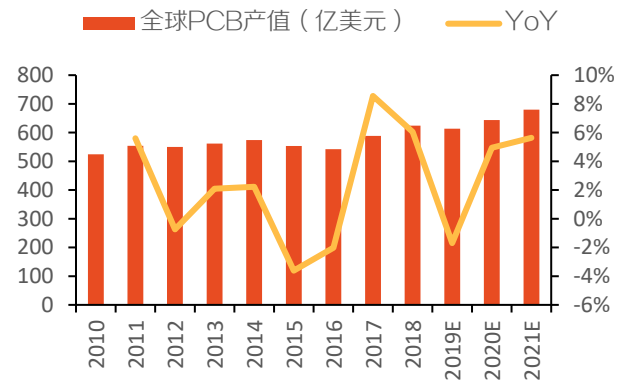


图 75：2018 年 PCB 下游应用产值占比（%）



数据来源：Prismark，东方证券研究所

图 76：2011-2021E 全球 PCB 产值（亿美元）



数据来源：Prismark，东方证券研究所

**汽车轻量化拉动玻纤行业需求。**应用在汽车领域的玻纤较多，包括用于汽车顶棚和玻璃钢的短切毡，应用于前段模块/仪表盘等领域的长玻纤热塑复合材料。在环保趋严的大环境下，汽车轻量化将成为未来汽车行业发展的必经之路。根据公开资料，2015-2020 年德/美/日汽车轻量化材料应用占比分别提升 9/5/13pct。玻纤复合材料在同等条件下，其重量仅为钢体材料的 1/3 左右，且性能上更占优势，是汽车轻量化的优质替代材料。此外，在国家政策的引导下，新能源汽车迎来快速发展时期，这将进一步推动汽车轻量化进程。因此，未来汽车轻量化拉动了玻纤行业的需求。

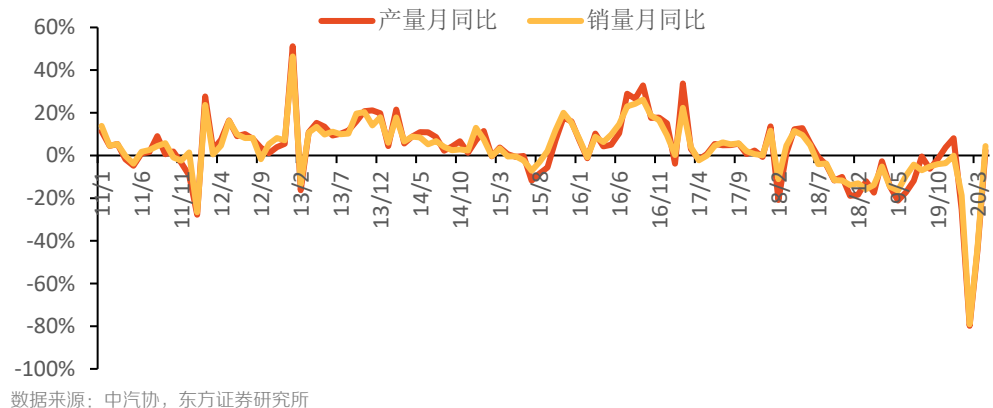
表 13：部分国家汽车轻量化材料应用占比

国家	2015 年占比 (%)	2020 年占比 (%)	代表性企业
德国	25	34	宝马、奥迪
美国	15	20	特斯拉、GM、福特
日本	7	20	丰田、本田

数据来源：《国外汽车轻量化材料应用经验借鉴》，东方证券研究所

**国内乘用车销量同比已转正。**根据中汽协数据，20 年 4 月国内汽车销量 YoY+4.4%。从 2018 年 7 月到 2020 年 3 月，国内汽车销量已经连续 21 个月同比下滑，我们认为随着国内疫情的结束，国内汽车销量有望继续回暖。

图 77: 2011.1-2020.4 国内汽车产销率同比 (%)



## 价格单边下滑超一年，下半年有望迎拐点

主流玻纤售价从 18 年 10 月份开始下跌，一直持续至今。从 17 年至今，玻纤主流产品的价格自 17 年 8 月份开始涨价至 18 年年初，在相对高位的价格维持了 3 个季度，到 18 年 10 月份价格开始下跌，直至 19 年年底止跌，20 年维持低位运行。如果我们把 18 年 10 月份价格作为高点，当前价格作为低点。过去 1 年半的时间内，1200tex 直接纱主流厂商报价下跌 15.5%，2400tex 缠绕直接纱主流厂商报价下跌 18.8%。18 年 10 月份玻纤价格开始下跌，一方面库存没有如期下滑，因为 Q4 是传统玻纤销售旺季，在没有大量新增产能出现的情况下，Q4 库存降低是正常现象，比如 17/19 年 10 月底的库存比 9 月底都降低了 4.4/1.3 万吨，但 18 年 10 月底的库存相比较 9 月底上升了 2.6 万吨；另一方面，行业在产产能从 18 年 4 月底的 31.2 万吨增至 10 月底的 36.7 万吨，产能增加了 5.5 万吨。产能增加，而需求相对疲弱，导致供需失衡，价格开始下跌。

图 78: 1200tex 直接纱主流厂商出厂价 (元/吨)

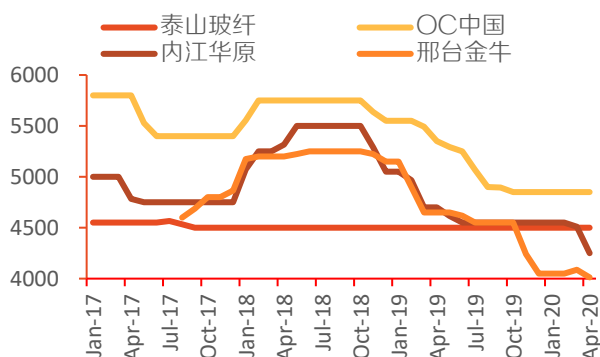
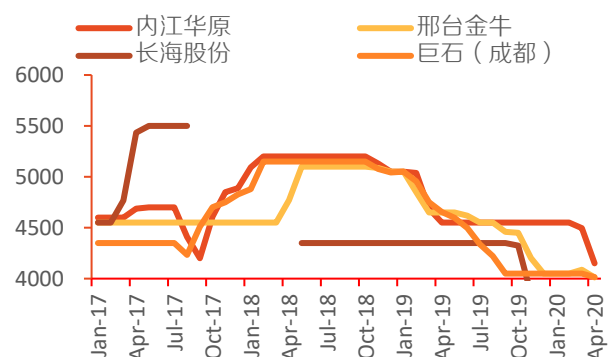


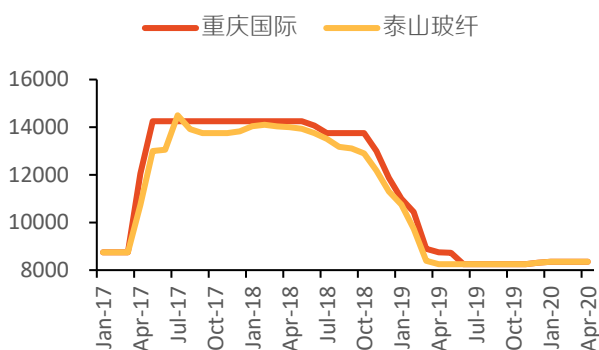
图 79: 2400tex 缠绕直接纱主流厂商出厂价 (元/吨)



高端玻纤产品纱价格也处于低谷水平，波动幅度不一。对于高端玻纤产品而言，因为对工艺和技术的要求较高，客户认证的标准也较高，所以竞争格局相对较好。吨盈利也远高于主流玻纤产品。不

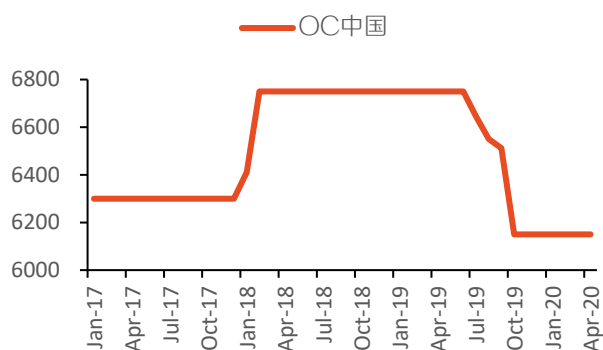
过，在从 19 开始的行业景气度下行周期，这些产品的价格也都有所下跌。但不同品种因为供需情况的不同，价格差异性较大。比如重庆国际和泰山玻纤的 G75 电子纱价格从高点到目前已经下跌了 41%，而 OC 中国的风电纱从高点到目前仅下跌了 8.9%。电子纱的价格下跌较多，一方面原来电子纱的供给相对有限，集中在外企手中，而最近 1-2 年，国内新增电子纱供给较多，另一方面 G75 属于电子纱中比较低端的品种，高端的品种价格依然较高。风电纱情况稍有不同，考虑到风电叶片供给配套的可靠性，主要供给都集中在中国巨石/泰山玻纤/重庆国际三大家手里，最近两年又是风电抢装的高峰，所以风电纱的价格相对稳定。

图 80: 电子纱 G75 主流厂商出厂价格 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

图 81: 风电纱 1200tex 环氧型 OC 中国出厂价格 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

**2H20 高景气度细分领域价格或迎拐点。**目前玻纤行业价格处于底部，但下游细分领域景气度并不一致，部分高景气度领域玻纤价格已开始上涨。例如随着 5G/数据中心建设逐渐加快，PCB 行业面临较好需求，电子纱价格已从 19 年 12 月份低点 8250 元/吨回升至目前 8350 元/吨。我们判断随着疫情的结束，2H20 其他高景气度细分领域价格或迎拐点。

## 设计：基建托底，设计龙头估值有望修复

### 疫情影响经济，政策有望持续宽松

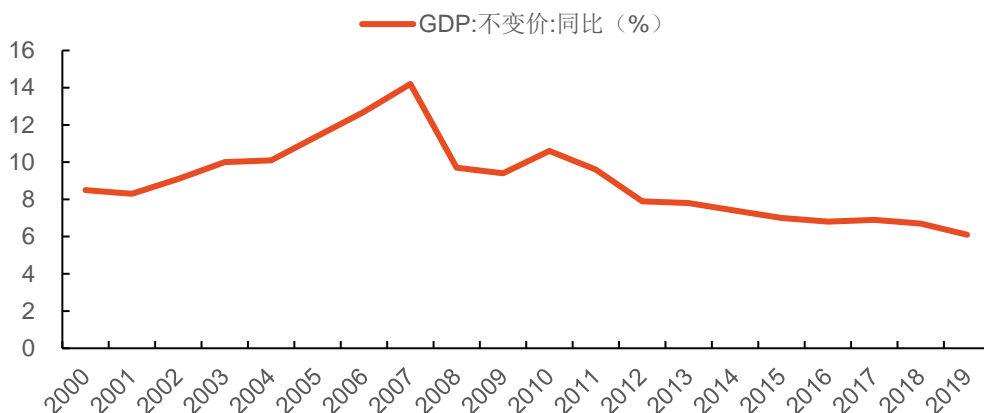
**2020 年经济面临下行压力。**在 Q1 国内疫情最严峻的时刻，大面积的封城、停工造成内需几乎停滞；而当国内疫情逐渐平息、开始复工复产之际，海外疫情的爆发对外需的冲击接踵而来。由于到目前为止疫情依然没有得到完全遏制，全球经济供需恢复较慢，高盛、瑞银、世界银行等机构预测 20 年中国 GDP 增速将显著放缓，我们统计平均增速仅为 2.69%，比 2019 年下滑 3.41pct。

表 14：各大机构对 2020 年经济增长的预测

机构	2020 年经济增长预期
高盛	3%
彭博	3.4%
标普	2.9%
穆迪	3.3%
瑞银	1.5%
渣打银行	4%
世界银行	2.3%
IMF	1.2%
中金公司	2.6%
平均	2.69%

资料来源：Wind，彭博，东方证券研究所

图 82：近年来我国 GDP 同比增速（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

**稳增长是 20 年宏观调控的主线，流动性宽松预期增强。**在去年底中央经济工作会议对 2020 年的经济工作进行了部署，其中重点强调要把稳增长摆在更突出的位置，提出积极财政政策要大力提质增效，货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，降低融资成本。我们认为，今年在稳增长压力

下政策将具备一定的弹性与灵活性，去杠杆与防风险的措施将有所弱化，而流动性宽松或将延续全年。从央行的货币政策来看，1-4月均有大规模释放流动性的举措，其中有3次降准（一次全面降准+两次定向降准）、一次贷款降息以及一次大额公开市场操作。由于目前大众消费意愿不强、内需恢复速度较为迟缓，未来可能需要更多政策的刺激，因此下半年的宽松预期依然较强。

表 15：今年以来央行释放流动性的举措趋于频繁

时间	部门	具体政策
2019 年 1 月	央行	全面下调金融机构存款准备金率 1 个百分点。
2019 年 9 月	央行	全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。
2020 年 1 月	央行	全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放 8000 多亿元长期资金
2020 年 2 月	央行	①贷款降息：2 月 17 日，1 年期 MLF 从 3.25% 下调至 3.15%；2 月 20 日，1 年期 LPR 为 4.05%，下调 10 个基点，5 年期 LPR 为 4.75%，下调 5 个基点。 ②投放短期货币：2 月份央行 1 年期 MLF 操作规模达 2000 亿，7 天期逆回购规模达 21800 亿，14 天期逆回购规模达 6200 亿
2020 年 3 月	央行	对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。一共释放的长期资金约 5500 亿元
2020 年 4 月	央行	对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元

资料来源：央行，东方证券研究所

## 基建拉动经济，十三五收官有韧性

“十三五”规划收官为基建投资带来韧性，预计交通投资达 3.2 万亿。传统的大基建主要指“铁公基”，即交通基建，这些项目大部分是由政府主导，确定性较强。铁路、公路和轨交占据了交通行业 90% 的投资额，从“十三五”规划目标以及当前进度来看，截至 2019 年底三者未完成里程分别为 1.1 万公里、7.5 万公里和 506 公里，按照过去五年的单位投资水平，我们估计 2020 年剩余投资额总计约 32000 亿元，占统计局广义基建总投资的比例达到近五分之一。根据交通运输部的统计数据，2019 年实际完成交通投资约为 3.21 万亿，因此 20 年交通投资预计基本与 19 年持平，在十三五的收官之年依然保持较高的投资强度。

表 16：十三五交通规划的主要目标及 2020 年的投资额估计

行业	2020 年底规划里程 (万公里)	2019 年底已完成 里程	未完成里程 (万公里)	估计 2020 年剩余投 资额 (亿元)
铁路	15	13.9	1.1	9778
公路	500	492.5	7.5	18000
轨道交通	0.7236	0.673	0.0506	4078
合计				31856

资料来源：Wind，中国轨道交通协会，交通部，东方证券研究所

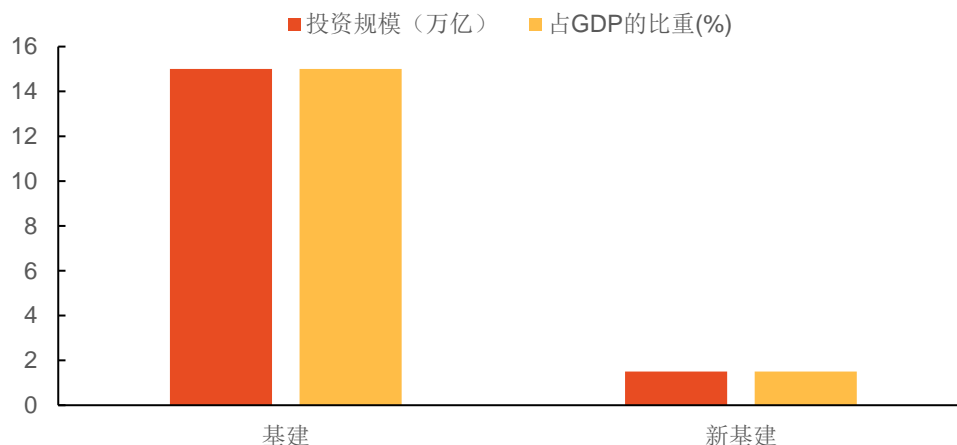
**对比新基建，老基建对经济的拉动作用更强。**2018 年至今，在产业升级、科技强国的大战略指引下脱胎出“新基建”的概念，对新基建的扶持政策也逐渐加码。根据恒大研究院的相关研究，目前新基建中的主要领域 5G、特高压和充电桩的市场空间约为 0.9/0.5/0.01 万亿，新基建总市场空间约为 1.5 万亿，按照去年 GDP 约 100 万亿计算，新基建占比仅 1.5%，而统计局口径中的狭义基建规模就达到了 10 倍于新基建的 15 万亿，在 GDP 中占比 15%。因此，虽然新基建未来的成长空间更广阔，但在当前的经济环境下，老基建对稳增长的贡献明显要更大。

**表 17：与新基建相关的政策**

时间	会议	主要内容
2020.03.04	中央政治局常务委员会会议	要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020.02.14	中央全面深化改革委员会第十二次会议	要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020.01.13	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2019.03.05	国务院政府工作报告	加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设
2018.12.21	中央经济工作会议	加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板

资料来源：新华社，人民网，东方证券研究所

**图 83：基建与新基建的规模对比**

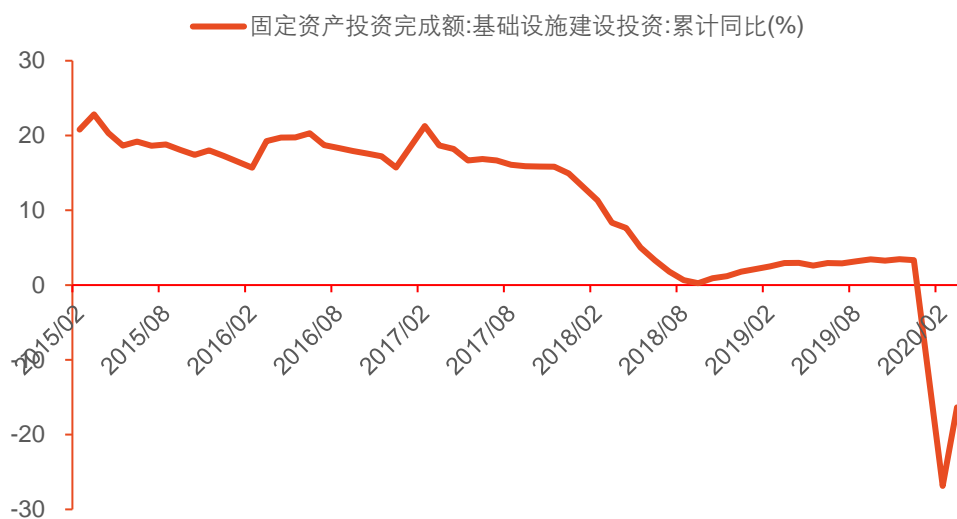


资料来源：Wind，工信部，国家电网，东方证券研究所

注：此处的基建为统计局口径中不含电力的狭义基建

预计 20 年基建投资增长 5%，全年有望前低后高。东方证券宏观团队通过加总口径可比的地区在 2019、2020 重大项目情况，计算出年计划投资额的增速在 7.3% 左右，但考虑到重大项目中新基建、以企业为主导的产业升级、公共卫生等类别的增速更高，扣除这部分后传统基建的增速在 5% 左右。受疫情影响，基建项目复工延迟，2020 年 1-3 月广义基建投资累计同比下滑 16.36%，创下有统计数据以来的最低投资增速。4 月国内疫情被控制住后建筑业复工复产都已全部有序推进，当前赶工需求有望逐步恢复，我们判断下半年在逆周期调控政策推动下，重大项目将加快落地，从而带动投资增速 V 型反转。

图 84：2015-2020Q1 基建投资累计同比（%）



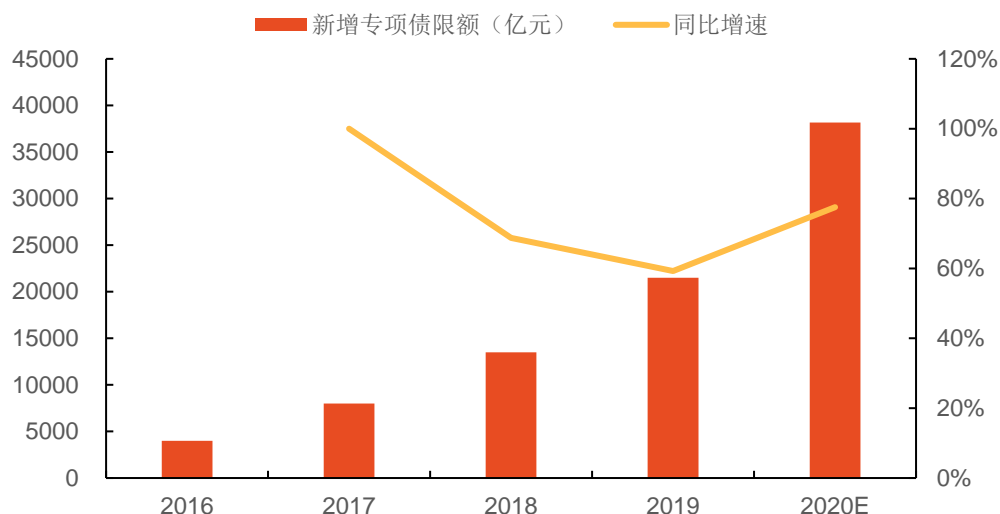
资料来源：Wind，东方证券研究所

## 逆周期调控聚焦基建，专项债重点支持

近几年新增专项债发行限额快速增长，2020 年预计达到 3.8 万亿。专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某项具体工程而发行的债券，具有专款专用、易于监管以及不增加地方政府隐性债务等特点。2019 年全国新增专项债限额规模达到 2.15 万亿元，YOY+59.26%，占基建资金来源的比重约为 12%。以往各地每年的发债额度要经全国两会审议通过后才正式下发，但 2018 年底召开的十三届全国人大常委会第七次会议授权国务院在 2019 年及以后年度可以提前下达不超过当年新增地方政府债务限额的 60%。今年财政部就已分三批次提起下发总计 2.29 亿元专项债额度，发行使用进度比往年超前了很多，而且根据提起下达额度不超过 60% 的比例估算，今年全年新增专项债规模至少将超过约 38167 亿元，YOY+77.52%。



图 85：2016-2020 年地方政府新增专项债发行限额（亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

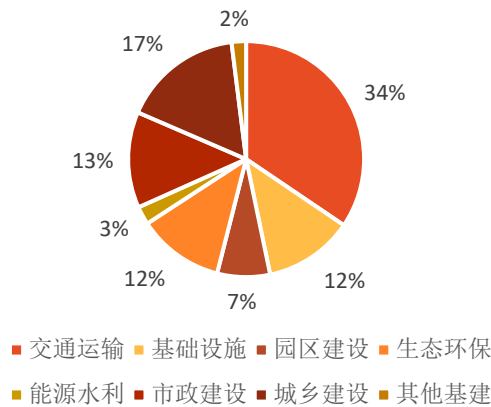
表 18：2020 年新增专项债限额详情

批次	下达时间	金额（万亿）	发行进度计划
第一批	2019 年 11 月	1	已发完
第二批	2020 年 2 月	0.29	已发完
第三批	2020 年 4 月	1	5 月底发完

资料来源：财政部，东方证券研究所

专项债中投向基建的比例大幅提升，20 年有望超 60%。根据统计，2019 年之前已发行的专项债大多用于棚户区改造、土地储备、保障房等政府主导的地产开发项目，投向基建的资金占比较低，18/19 年用于基建的专项债资金占比仅为 6.51%/22.70%。但随着地方政府融资监管趋严，城投非标融资作为“后门”被严防死守，专项债逐渐成为地方政府开展基建的重要资金来源；另一方面，政策对专项债资金的投向也明显倾向于基建，今年以来财政部多次强调地方政府不得将专项债用于土储和房地产相关项目（最新的政策已放宽了对城镇老旧小区改造的限制）。今年 1-4 月用于基建的专项债资金比例已提升至 57%，在投向的具体领域上，交通基础设施占比最高，达到 34%。因此，全年来看专项债资金对基建的支持力度将远超以往，我们预计相关资金占比将达到 60%左右。

图 86: 2020 年 1-4 月投向基建的专项债资金在各领域的分布 (%)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

表 19: 2018-2020 年专项债中投向基建的比例

统计年份	专项债发行额 (亿元)	用于基建的专项债 (亿元)	占比
2018 年	19463.12	1267.25	6.51%
2019 年	25882.18	5874.35	22.70%
2020 年 1 月-4 月	12239.98	6999.29	57.18%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

可用于资本金的专项债比例提高至 25%，预计可带动基建投资超 2 万亿。2019 年 6 月国务院下发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》提出每年专项债中 20% 可用于项目资本金，为大规模的基建融资开拓了新渠道；今年 3 月中央政治局会议将 2020 年专项债用于资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升至不超过 25%，专项债可发挥的杠杆效应进一步强化。我们假设今年 60% 的专项债投向基建领域，其中 25% 可用于资本金，参考《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》项目平均的资本金率为 25%，在悲观/中性/乐观情景下，预计可带动基建投资 1.92/2.28/2.64 万亿，占统计局广义基建投资的比例为 10.55%/12.53%/14.51%。

表 20: 2020 年用于资本金的新增专项债带动基建投资规模测算

情景	新增专项债限额 (万亿元)	投向基建的资金占比	可用于资本金的比例	可用于基建项目资本金的金额 (万亿元)	项目平均资本金率	形成的基建投资额 (万亿元)	占 19 年基建投资的比例
悲观	3.20	60%	25%	0.48	25%	1.92	10.55%
中性	3.80	60%	25%	0.57	25%	2.28	12.53%
乐观	4.40	60%	25%	0.66	25%	2.64	14.51%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

注：资本金拉动的基建投资额=新增专项债限额×投向基建的资金占比×可用于资本金的比例÷项目平均资本金率

**表 21：不同行业的项目最低资本金率**

行业	最低资本金率
电力	20%
交通运输、建材（水泥）	35%
机场	25%
港口及内河航运	25%
铁路、公路	15%-20%
轨道交通、玉米深加工、	20%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、黄磷	30%
钢铁、电解铝	40%
化肥	25%
保障房、商品住宅	20%
其他房地产开发项目	25%

资料来源：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，国务院，东方证券研究所

综合来看，专项债的提前下发、限制流向以及资本金配套等一系列政策主要是为了满足基建“稳增长”所产生的巨量融资需求，由于正式纳入地方财政核算体系的时间较短，具体应用到项目上时对于银行放款审批、风险评估流程等也需要调整，而且满足可使用资本金的项目也不多，实际中专项债用于资本金的比例并不高，要达到 25% 的上限尚需一段时间，因此对基建投资的拉动效果可能要等到下半年甚至明年才能看得到。但从中长期来看，在当前地方财政紧张、融资渠道受限的制约下，如果未来专项债资金如果能够顺利落地的话，对于基建市场资金供给端的激活作用仍然是十分关键的。

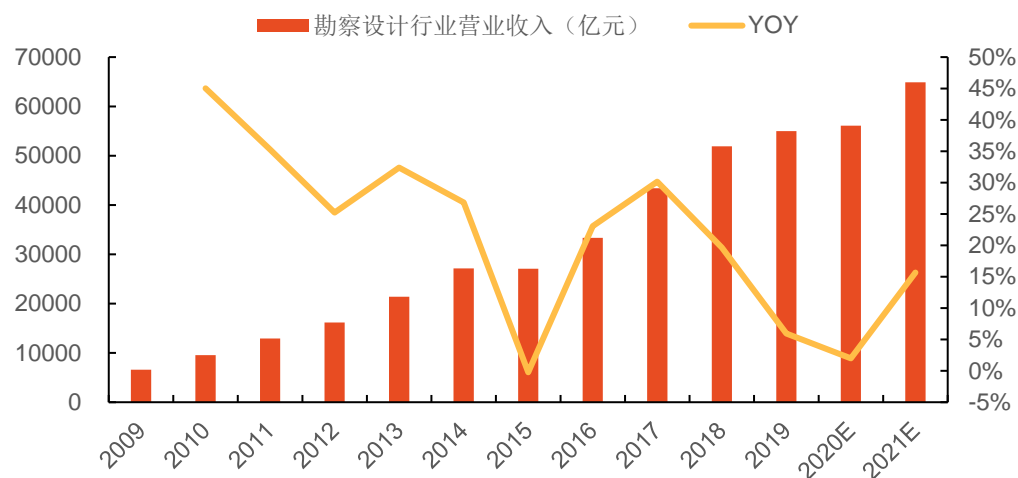
## 十四五规划即将开启，设计行业有望迎来拐点

**受益于十三五规划，2016 年行业扩张明显。**最近一轮设计行业大规模扩张的起点始于 2016 年，即“十三五”规划的开局之年，根据 2016 年初发改委和交通部印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，拟重点推进铁路、公路、水路、城市轨道交通项目 303 项，其中 2016-2018 年项目计划投资分别为 2.1/1.3/1.3 万亿，2016 年计划落地项目较多，而设计咨询行业处于建筑产业链的前端，因此在规划落地的前期会密集开展勘察设计工作，这带动了行业整体景气度回暖，2016 年全行业营收 YOY+23.07%，比 2015 年加快 23.3pct。

**十四五建设规划有望开启新一轮设计热潮。**根据住建部及前瞻产业研究院，截至 2019 年全国工程勘察设计行业市场规模约 5.5 万亿元，YoY+5.94%，预计 2020 年市场规模 5.61 万亿，YoY+2%，增速放缓主要由于进入十三五规划收官之年后以补短板为主。去年 7 月，交通部宣布“十四五”综合交通运输发展规划的编制工作已全面启动，“十四五”规划是全面推进交通强国建设的第一个五

年规划，前期落地项目体量大、质量高，有些重点项目甚至会提前到今年下半年启动，因此我们判断今年有望成为设计行业新周期的起点。

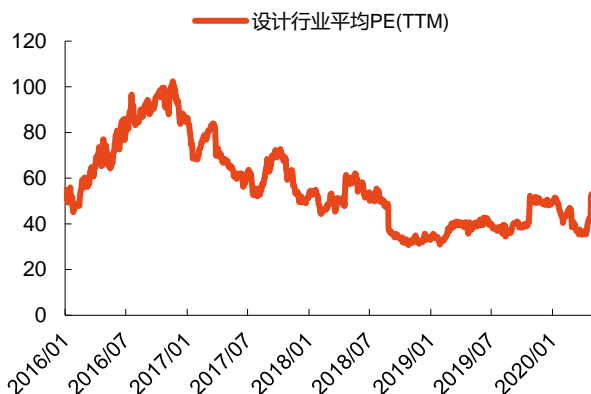
图 87：2009-2021 年全国勘察设计行业营业收入（亿元）



资料来源：住建部，前瞻产业研究院，东方证券研究所

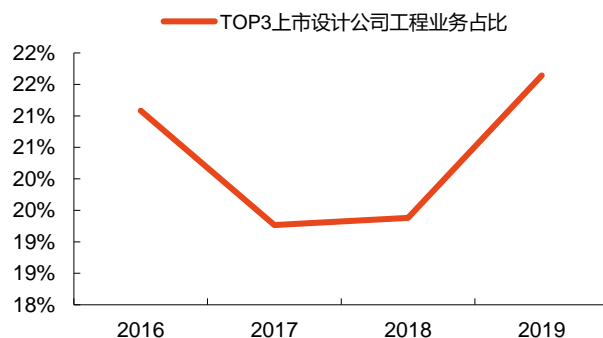
**行业估值仍处于历史低位，未来业务结构优化后估值有望修复。**2017 年以来设计行业的平均估值中枢不断下行，反映了市场对业绩持续放缓以及资产负债表恶化的担忧，甚至业绩确定性强的龙头估值也被明显压制，我们认为主要原因一是受到整个建筑板块估值承压的影响，二是工程施工业务占比提升后影响盈利能力及现金流。今年可以看到行业估值有明显提升，我们认为主要是基建刺激预期增强后建筑板块整体估值修复的结果，但目前行业估值依然处于历史的低位。随着在手的工程施工订单逐步消化，且十四五规划开启后整个设计市场空间重新进入扩张期，未来设计公司在承接新的工程施工订单时将会趋向谨慎，回归设计主业后业务结构优化将使资产负债表得到修复，估值有望恢复至历史中枢水平。

图 88：近几年设计行业平均 PE



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 89：17 年至今设计行业代表公司的工程业务占比 (%)



资料来源：Wind，东方证券研究所

注：TOP3 上市设计公司指的是苏交科、中设集团以及华建集团

## 投资建议

### 冀东水泥

**核心区域受益京津冀一体化和雄安新区建设。**公司作为华北水泥龙头，在京津冀地区，公司熟料产能占总产能比重达到 51%。受益基建加码，预计 20 年河北水泥需求 1.1 亿吨，YoY+7.4%。参考浦东新区，雄安新区建设将长期拉动水泥需求，长期水泥需求有望达 1783 万吨。预计雄安新区 20 年水泥需求约 487 万吨，相比 19 年增加 300 万吨左右，公司在雄安周边有水泥熟料产能 642 万吨，将充分受益雄安发展。

**区域新增产能有限，电石渣熟料冲击减缓。**华北地区净新增产能有限，预计 20 年为 155 万吨，占 19 年底的 0.7%。同时 20 年是蓝天保卫战最后一年，华北地区错峰限产执行有望继续趋严。此外，内蒙古电石渣熟料企业错峰生产方案今年 3 月落地，有望减缓泛华北地区熟料价格冲击。

**内生性改善，业绩弹性可期。**从公司管理看，由于 18/19 年公司环保设备/矿山安全的投入增加，以及资产负债率下降和融资成本的下行，吨管理/财务费用均存在改善空间。此外，19 年受建国 70 周年大庆影响，华北地区水泥供给和需求均有收缩，同时华北区域水泥价格上涨低于市场预期，导致公司业绩增速低于预期，但 20 年业绩弹性可期。

公司核心区域受益于京津冀一体化，且 2020 年为雄安大规模建设的首年，公司自身费用存在继续下降的预期，预测 20-22 年 EPS 2.46/2.74/2.97 元，水泥行业 20 年平均 PE 为 9X，我们认可给予公司 20 年 9XPE，对应目标价 22.14 元，维持“增持”评级。

### 旗滨集团

**成本优势显著，生产端切换更灵活。**公司主要燃料为石油焦，我们以 19 年燃料价格为基础，使用石油焦的单箱成本比天然气低大约 6 元。公司 20 年底硅砂自给率有望达 80%，通过自给硅砂每箱

成本可节省约 2 元。由于色玻抗跌性强于白玻，公司已有 6 条白玻生产线转产色玻，且其中 4 条为今年内转产，而同期全国转产产线也仅有 9 条，转产后可部分对冲白玻价格下滑。

**公司深加工业务有望跻身行业前列。**目前深加工净利率只有 2%，主要因为相当部分深加工产能没有获取中空加工这部分利润，而随着产品认可度的提升，预计此业务盈利能力将有所提升。根据公司规划到 2024 年节能玻璃产能 CAGR+20%，另一方面随着中空产线的利用率提升以及产品市场认可度的提高，单平米售价有望提升，我们预计 20/21/24 年深加工收入分别达 10/15/30 亿元。

**电子玻璃有望获得突破，估值中枢上移。**参考南玻在国产超薄电子玻璃领域的成功经验，公司 19 年电子玻璃项目建成投产，预计未来年净利润 1.6 亿。今年 2 月份公司已成功生产出 0.33 毫米的高铝超薄电子玻璃，产品质量也符合目标市场需求标准，成品率提升后有望逐步打开市场。

公司具备规模优势，业务结构有望逐步优化，预计 20-22 年 EPS 为 0.53/0.67/0.74 元，CAGR+13.66%。参考可比公司 2020 年平均 PE 15X，给予公司 2020 年 13X PE，对应目标价为 6.89 元，维持“买入”评级。

## 中国巨石

**玻纤行业龙头，在产能规模/盈利能力方面竞争优势明显。**公司产能规模行业第一，截至 2019 年底，公司产能达到 181.6 万吨，国内市占率 34%。盈利能力突出，我们测算公司超额收益达到 1000 元/吨，主要由于公司生产成本/财务费用分别低于同业约 800/200 元。

**产品结构不断优化，高端产品比重已达 65%，受大宗玻纤产品价格扰动幅度降低。**高端产品主要应用于汽车热塑/风电/电子/高压管道，单价相对较高且更稳定。产品结构的改善使公司抗周期性更强，盈利更稳定。随着下游风电/电子景气度向好，我们判断公司产品结构进一步改善。

**在玻纤下行周期，逆势扩大产能，抢占市场份额。**公司逆势扩张，我们预计公司桐乡 15 万吨生产线/成都基地 12+13 万吨智能制造产线仍将按原计划于 2H20 陆续投产。市场份额有望进一步提升，我们统计 19-20 年行业合计新增产能 32.7 万吨，其中公司新增产能 18 万吨，占新增产能 55%。行业供需反转后，公司业绩将再上台阶。

公司竞争优势明显，产品结构改善，在下行周期中逆势扩张，市场份额有望进一步提升。预计 20-22 年 EPS 0.64/0.84/0.92 元，根据历史估值法，公司过去 3 年平均 PE 为 17xPE，对应目标价 10.9 元，维持“增持”评级。

## 长海股份

**长海股份是玻纤制品细分领域龙头，玻纤/化工有望产能继续扩张。**公司玻纤业务为玻纤纱和制品，其中制品主要是短切毡和薄毡，公司是此领域细分龙头；化工业务主要包括树脂和精细化工。在玻纤领域，凭借较低资产负债率（19 年 14%），有继续扩张产能的条件。在化工领域，公司 20 年 2 月公告将原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂扩产为年产 10 万吨。

**玻纤及制品一体化布局，在下行周期受益明显，在上行周期通过调整产品结构享受价格弹性。**由于产品粘性，产品认可度较高，公司制品相对玻纤的价格稳定性更强，19 年制品单吨售价下跌 0.7%，

而玻纤的售价下跌 11.8%。此外，全产业链布局，使得公司拥有调整终端产品的灵活性。如果在 20H2 迎来玻纤上行周期，玻纤价格弹性我们预计将高于制品，不排除公司将更多外销玻纤纱。

**玻纤外销比例的增加和冷修技改推动成本持续下降。**公司玻纤及制品单吨成本过去 7 年下降 35% 至 4647 元，一方面玻纤纱吨成本远低于制品，而玻纤纱外销占比从 13 年 16.3% 提升至 19 年 41.3%。另一方面，公司 18 年进行了玻纤纱的冷修技改，19 年能耗/人工/折旧共降低 172 元/吨。由于天马集团 3 万吨玻纤纱产线已点火 7 年，不排除 20 年将进行冷修扩产，成本有望进一步降低。

**化工业务稳健发展。**公司目前化工业务有 15 万吨产能，19 年产能利用率仅 53.61%。化工业务 19 年销量 8 万吨，预计树脂 6.5 万吨，精细化工 1.5 万吨。受益于风电/冷链物流/光纤套管需求向好，我们认为化工业务 20 年产能利用率有望提升。

预计公司 20-22 年 EPS 0.79/1.02/1.17 元。参考公司过去三年平均 18XPE，由于疫情的冲击，我们认为需求不确定仍存，玻纤行业处于低谷期，认可给予公司 20 年 15XPE，对应目标价 11.85 元，维持“增持”评级

## 中设集团

**坐拥资质壁垒优势，市占率提升空间大。**行业最高等级的综合甲级资质申报条件苛刻，具备该资质的公司占比不到 0.4%，且其中大部分是央企的下属子公司而未单独上市，公司凭借在公路、特大桥梁等领域上领先的技术优势，是目前已上市的三家综合甲级设计企业之一。行业的强专业属性使资质的壁垒将长期存在，公司的优势可持续，公司目前的市占率极低（0.15%），未来提升空间大。

**全国布局完善，外延并购增厚业绩。**出于保护本地企业或增加地方税收的考虑，过去行业存在地方保护主义现象。2014 年公司上市后，住建部发文推动行业改革、打破区域经营壁垒，为公司跨区域经营创造了有利条件，目前公司在江苏省外的业务占比达到 35.8%。另一方面，公司共开展 5 次大型并购，参股或全资设立 14 个新公司，且整合效果符合预期，收购标的对公司的业绩贡献超 23%。

**ROE 中枢不断抬升，人才储备及激励机制助力员工效率提升。**15-18 年公司杠杆和营运能力的提升，以及 18 年后盈利能力的提升带动 ROE 中枢逐年抬升，到 19 年达到 19.39%，比 15 年提升近 10pct，不仅高于建筑板块整体 10.14% 的 ROE 水平，也高于其他设计龙头公司。公司工程师以上职称的人员占比近 50%，高素质人才的稳步增长以及研发成果的转化带动人均产值逐年提升，到 19 年达到 56 万元/人，比 16 年翻了一倍有余。目前公司的人均产值仍低于其他设计龙头，随着员工持股等激励措施落地，以及内部管理的优化整合，未来公司的员工效率仍有较大的提升空间。

公司作为设计咨询行业龙头，拥有综合甲级的行业最高资质，技术优势领先，长期来看市占率提升空间较大。预计 20-22 年 EPS 为 1.37/1.82/2.28 元，CAGR+26.97%，参考可比公司平均估值给与公司 20 年 11X PE，对应目标价 15.07 元，维持“增持”评级。



## 风险提示

### 基建/地产投资增速不达预期

我们对于水泥/玻璃 20 年的需求量预测使用了基建/地产的投资增速，这些宏观经济指标对这些不可替代的大宗商品使用量影响较大。一旦基建/地产投资增速不达预期，对应商品的需求也将在原有预测值基础上下滑，对商品价格造成负面影响，影响板块盈利。

### 新冠疫情影响超预期

于 20 年 1 月份爆发的新冠肺炎已经对全世界的经济活动造成巨大的影响，目前影响依然存在，但边际上处于递减态势。国内的经济活动已逐渐恢复正常，海外的复工/复产也在逐步开展。由于缺乏有效治疗手段，新冠疫情不排除在未来某个时间卷土重来的风险。一旦新冠疫情二次爆发，对全球的经济将造成巨大的负面影响。

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有长海股份(300196)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

