

2017年11月20日 建筑建材行业专题报告

## 供给侧春风不断，格局向好看龙头

### ——2018年建材行业年度展望

田金秀

兴业研究

分析师

吕舒婷

兴业研究

助理分析师

#### 摘要:

- 2017年建材行业显著回暖，其中上游的水泥、平板玻璃、玻纤纱等受益于房地产、国内外制造业的复苏景气度明显回升，堪称近年来最大的“丰收年”。相对处于中下游的管材、涂料等消费建材同样量价齐升，但受到其上游原料涨价的影响，行业利润空间略有收窄，龙头企业依然表现出较好的韧性。反映到资本市场，债券利差有所收窄，周期股的涨幅也非常明显。
- 环保治理预期增强，供给端修正空间依旧充足。今年空气治理力度的趋严对于建材行业错峰生产推动显著，水泥停窑时间明显延长，部分地区平板玻璃也受到限产。2018年一季度产量显著受限已具有确定性，此外随着今年底排污许可证核发的陆续完成，明年无证排污企业整治将提供更多的边际变量，尤其对小产能较多的玻璃行业，供给端修正空间依然较大，对于周期的忧虑无需太过。
- 水泥：分化加剧，把握区域性向上。受益于环保的有效控产量，需求的稳中回落压力并不大，但环保治理的因地制宜将导致区域分化

更加显著。华北、西北等地价高量低，而临近的华东、中南地区具备运输条件和成本优势的企业可北上销售，享受北方限产带来的利好。

- **玻璃：供需回归平衡，龙头地位提升。** 因地产市场平缓向下，近期需求压力明显，企业利润也受到上游的压缩，但 2018 年无需太过悲观。环保治理边际变化预期较大，供需波动中重回平衡，虽暴利不再但仍可维持中等水平。龙头企业将受益于小企业的退出和深加工业务的发展，地位继续提升。
- **其他建材：龙头成长逻辑不改，关注几个催化剂。** 一是国企改革。两材合并后，行业竞争格局向好，叠加国内高端需求增长和全球经济复苏，具备规模和技术优势的龙头企业成长有望加速。二是“雄安新区+装配式建筑”。雄安新区作为装配式建筑的主要示范基地，其建设逐步落地将带动产业链上具备技术实力的企业业绩优先增长。
- **资本市场展望：**水泥行业在景气高位维稳情况下，预计行业整体信用改善，利差有望继续收窄，其中华东地区受益最为显著，建议关注区域分化下的高性价比标的。权益市场上，华东优质水泥企业依然具备向上空间，此外全球制造业复苏和“装配式+雄安”等也有望推动相应产业链迎来业绩和估值的双重改善。

**关键词：**回顾与展望，环保治理，区域分化，龙头成长

## 目录

<b>一、2017 年资本市场回顾 .....</b>	<b>1</b>
1、债市回顾：行业信用资质整体提升 .....	1
2、权益市场：上游周期股普涨，下游分化加剧 .....	4
<b>二、2017 年回顾：全面回暖，周期建材受益明显 .....</b>	<b>5</b>
1、水泥：供给端强力收缩 .....	5
2、平板玻璃：需求不弱，供给不强 .....	8
3、其他建材：玻纤内生成长性良好，消费建材受到成本压制 ..	10
<b>三、2018 年展望：整体平稳，分化加剧 .....</b>	<b>11</b>
1、水泥：供给确保行情高位维稳，关注区域分化 .....	11
1.1 环保控产量确定性较强 .....	11
1.2 需求变化重点关注区域性、季节性 .....	15
1.3 供需小结：区域分化明显，华东、中南受益 .....	16
2、玻璃：供需重回平衡，龙头地位提升 .....	19
2.1 平板玻璃：环保缓冲作用显著 .....	19
2.2 深加工布局逐渐明朗化 .....	21
3、其他建材：关注成长催化剂 .....	23
3.1 需求全面复苏，国改推动龙头成长提速 .....	23
3.2 装修建材不乏亮点，关注龙头企业 .....	24
<b>四、市场展望：精选行业，关注区域，把握龙头 .....</b>	<b>25</b>
<b>五、风险提示 .....</b>	<b>26</b>

# 供给侧春风不断，格局向好看龙头

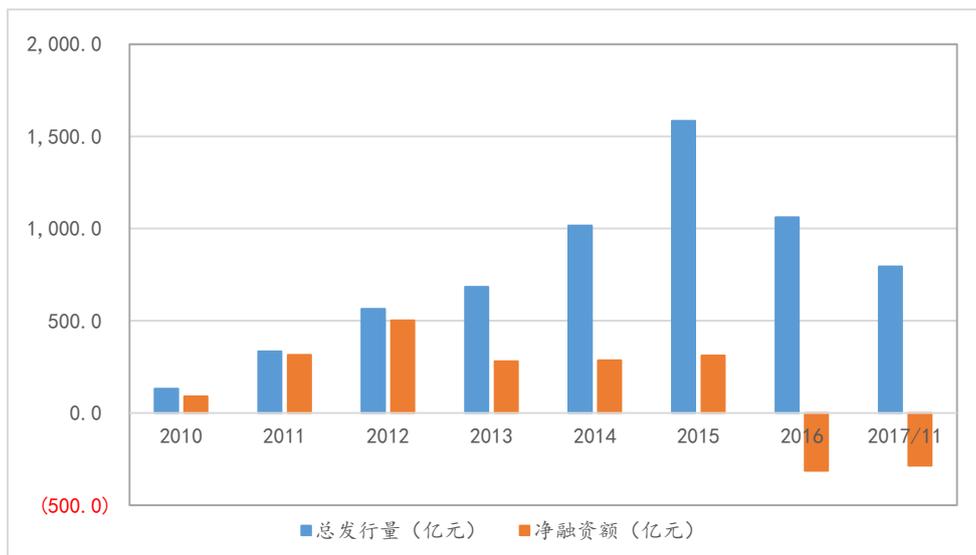
## ——2018 年建材行业年度展望

### 一、2017 年资本市场回顾

#### 1、债市回顾：行业信用资质整体提升

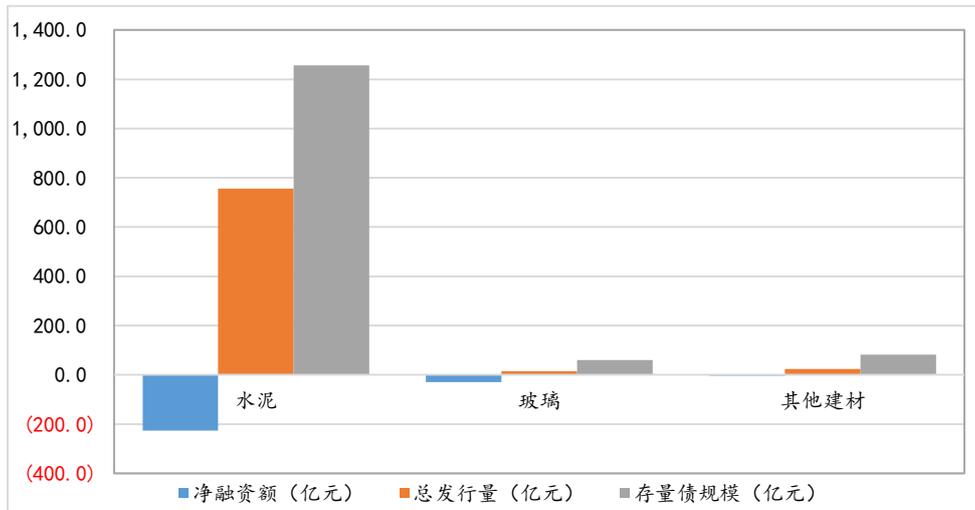
水泥依然是建材行业发债主力。受到债券市场整体行情的影响，建材行业 2017 年债券发行量继续下行，截至 11 月初债券发行总额 794.4 亿元，净融资额为负（-285.7 亿元）。水泥依然是建材行业债券市场的主力军，今年截至目前水泥企业共发行债券 756 亿元，占发行总量的 95%以上，玻璃及其他建材企业分别发行债券 15 亿元和 23.4 亿元。存量债方面，水泥企业存量规模 1256.6 亿元，占建材行业总存量的 89.9%，玻璃和其他建材行业债券规模均不大。

图表1：2010-2017 年建材行业债券发行情况



数据来源：Wind，兴业研究

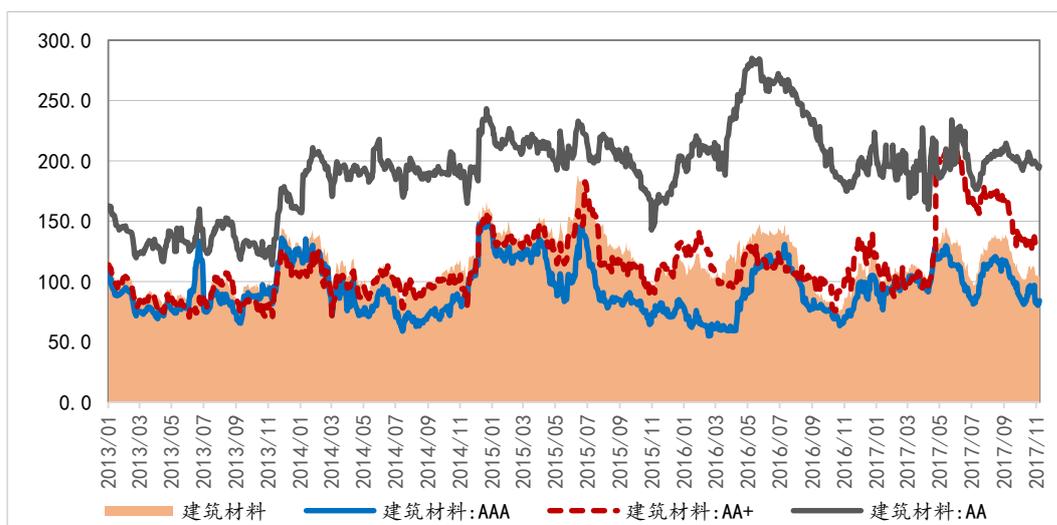
图表2: 2017年建材行业各子行业债券发行情况



数据来源: Wind, 兴业研究

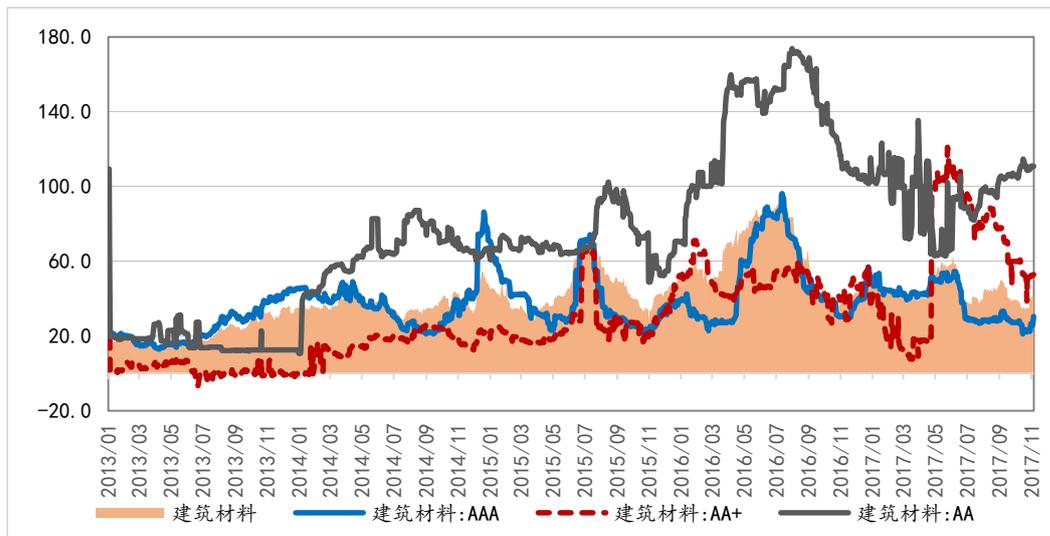
行业基本面向好，利差收窄。2017年，受益于建材行业全面回暖，企业利润表显著修复，带动偿债能力提升，建材行业信用利差和超额利差均有15-20bp的收窄。其中AAA级高评级债券的利差收窄最为明显，而AA+、AA级低等级债券中依然存在部分信用资质下沉的主体，强者恒强格局凸显。

图表3: 建材行业兴业信用利差变化情况



数据来源: Wind, 兴业研究

图表4: 建材行业兴业超额利差变化情况



数据来源: Wind, 兴业研究

从评级变动角度看,今年行业内企业外部评级上调的数量较多。金隅冀东合并完成后,规模优势及协同效应持续增强,与冀东混凝土集团的产业链一体化也更加明显,确立了其京津冀绝对龙头的地位,将成为雄安新区千年大计的头号受益者,两者评级均上调。中材集团旗下玻纤行业上市平台中材科技受益于下游风电景气持续和“两材”合并的有利形势,评级被上调为 AA+级。吉林亚泰、北京利尔分别受益于水泥行业高景气 and 高温材料下游需求的回暖,展望由负面上调至稳定。

然而个体间的分化依然存在。中建材蚌埠玻璃工业设计研究院有限公司因集团业务整合,主要子公司股权无偿划出,评级被下调为 AA-级。新疆地区水泥产能严重过剩,青松建化连续两年亏损,评级被下调为 AA-级。

图表5: 2017年建筑材料企业评级变动情况

最新评级时间	企业名称	最新评级	历史评级	评级变动方向
2017/1/4	中建材蚌埠玻璃工业设计研究院有限公司	AA-, 负面	AA, 负面	评级下调
2017/6/5	新疆青松建化化工(集团)股份有限公司	AA-, 观察名单	AA, 负面	评级下调

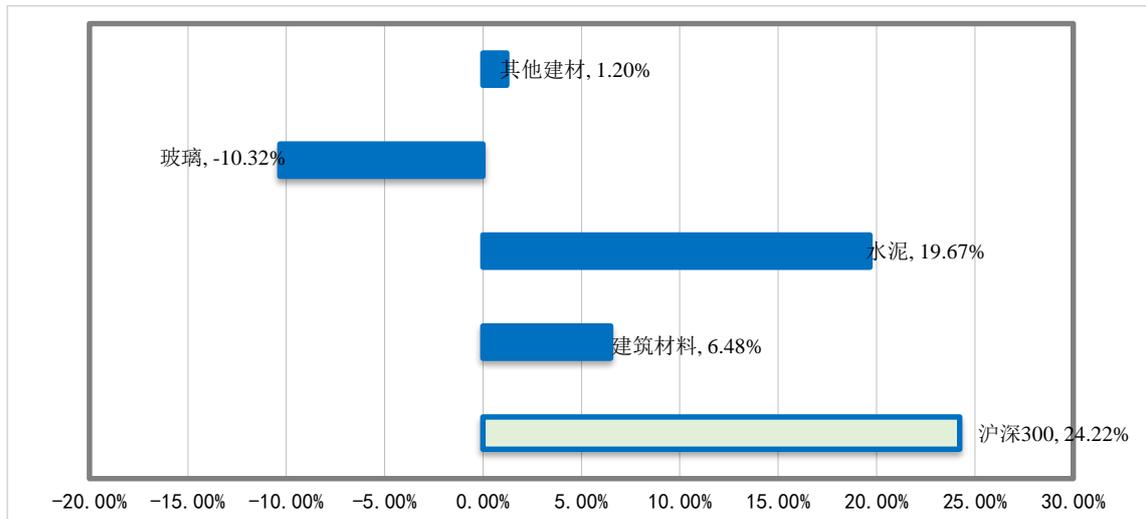
最新评级时间	企业名称	最新评级	历史评级	评级变动方向
2017/2/8	中材科技股份有限公司	AA+, 稳定	AA, 稳定	评级上调
2017/4/27	北京金隅股份有限公司	AAA, 稳定	AA+, 稳定	评级上调
2017/5/19	唐山冀东水泥股份有限公司	AA+, 稳定	AA-, 稳定	评级上调
2017/6/16	北京利尔高温材料股份有限公司	AA, 稳定	AA, 负面	展望上调
2017/7/28	吉林亚泰(集团)股份有限公司	AA, 稳定	AA, 负面	展望上调

数据来源: Wind, 兴业研究

## 2、权益市场：上游周期股普涨，下游分化加剧

截止 2017 年 11 月 13 日，沪深 300 指数上涨 24.22%，申万建材行业板块上涨 6.48%，涨幅不及大盘。其中水泥板块涨幅 19.67%，略低于沪深 300 指数，玻璃板块下跌 10.32%，其他建材小幅上涨 1.20%。

图表6: 2017 年申万建材行业及各子板块涨跌幅情况



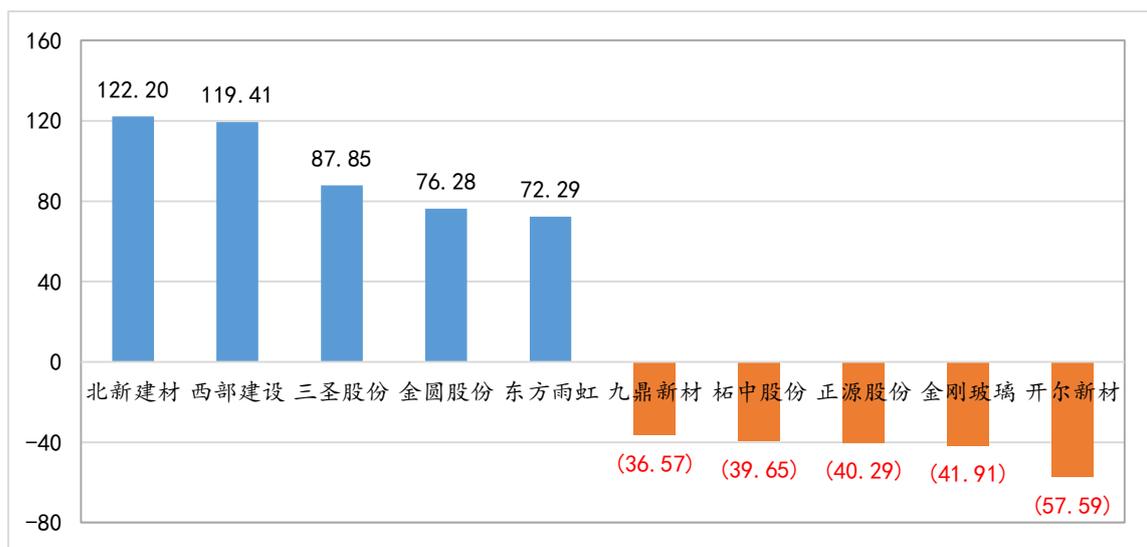
数据来源: Wind, 兴业研究

分行业看，水泥板块多数公司股价有不同程度上涨，其中金圆股份、华新水泥、天山股份和海螺水泥涨幅均在 50% 以上，但盈利较弱的福建水泥、吉林亚泰等依然呈下跌态势。玻璃股中仅纯粹的原片企业旗滨集团有明显上涨，玻纤股中上涨的也为上游池窑拉丝占比较大的企业，其

他建材中混凝土板块受益于水泥的高景气度涨幅也较大，西部建设、三圣股份涨幅均居于建材行业前列。产业链上游的企业股价普遍上涨，体现了周期的高弹性及市场对其的认可。

然而业务布局于下游玻璃加工、玻纤制品以及装修等消费建材的企业均不同程度受到原料涨价的影响，多家企业股价有所回调。但值得注意的是，龙头企业北新建材、东方雨虹等依然凭借其品牌和技术实力，市占率逐渐提升，在权益市场得到了较高的认可度。在行业整体受到上游挤压的环境下，企业间的分化愈加凸显。

图表7: 2017年建筑材料行业个股涨跌(%)



数据来源: Wind, 兴业研究

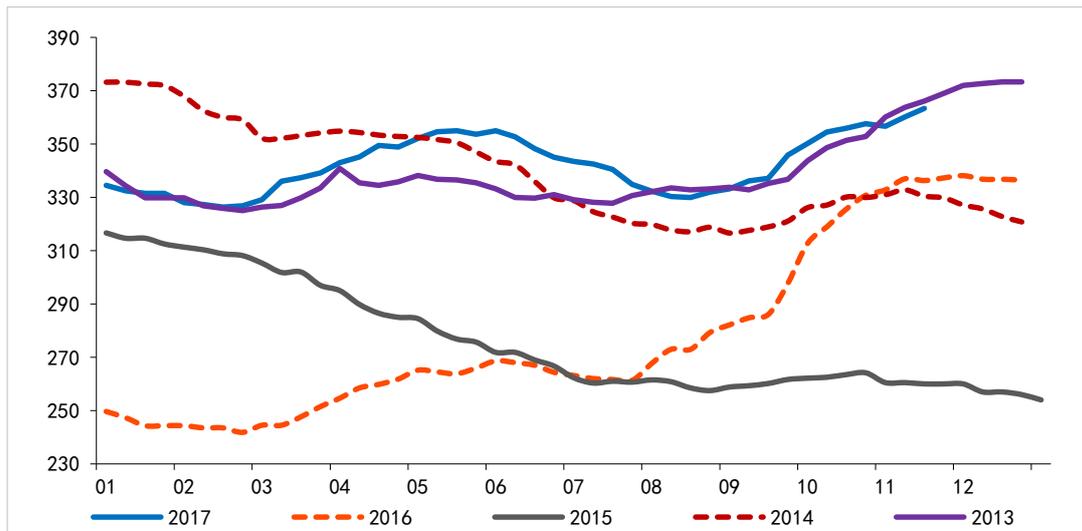
## 二、2017年回顾: 全面回暖, 周期建材受益明显

### 1、水泥: 供给端强力收缩

2016年下半年以来在房地产需求的推动下, 水泥迎来了景气反弹

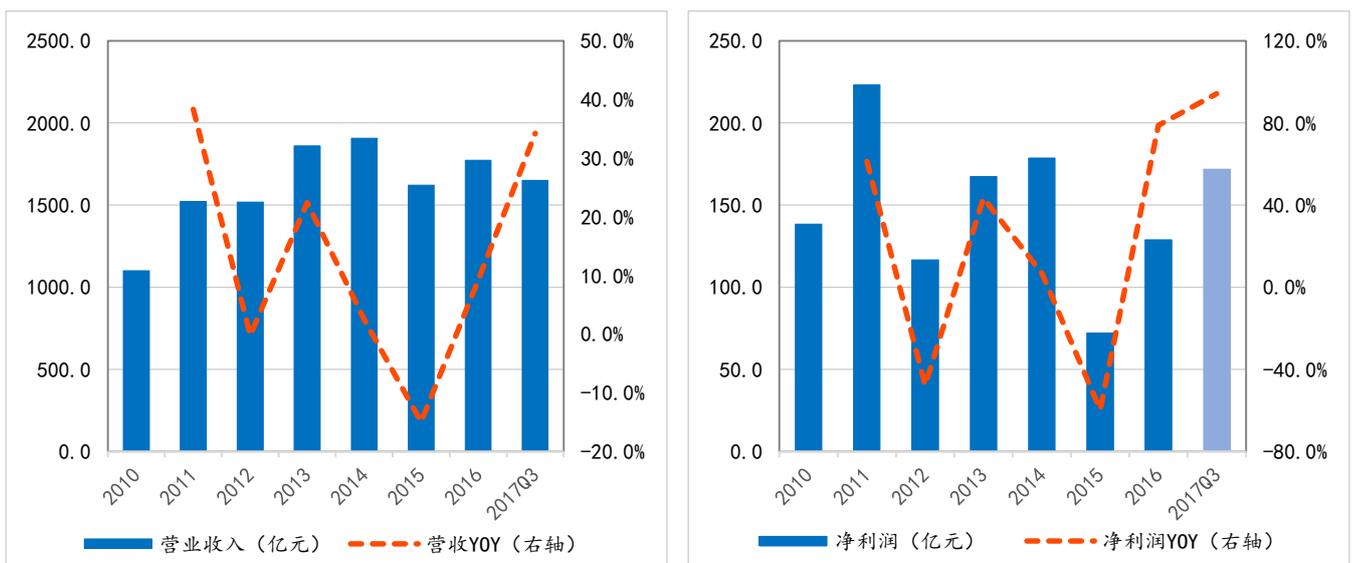
的上行周期，2017 年行业景气度持续升温，全年水泥价格均保持在高位。高景气度下企业盈利表现良好，上市水泥企业前三季度营收同比增长 34.23%，归母净利润同比增长 94.3%，增速远高于营收，显示出 17 年行业的利润率大幅提高，从而企业的偿债能力也得到明显修复。

图表8: P·O 42.5 水泥均价近五年走势 (元/吨)



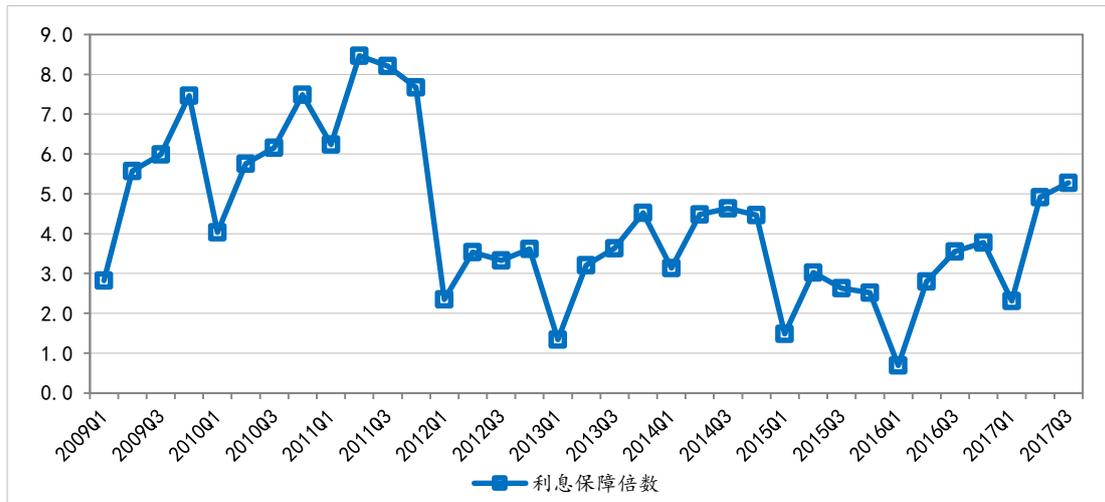
数据来源: 数字水泥网, 兴业研究

图表9: 水泥上市公司营收及净利润



数据来源: Wind, 兴业研究

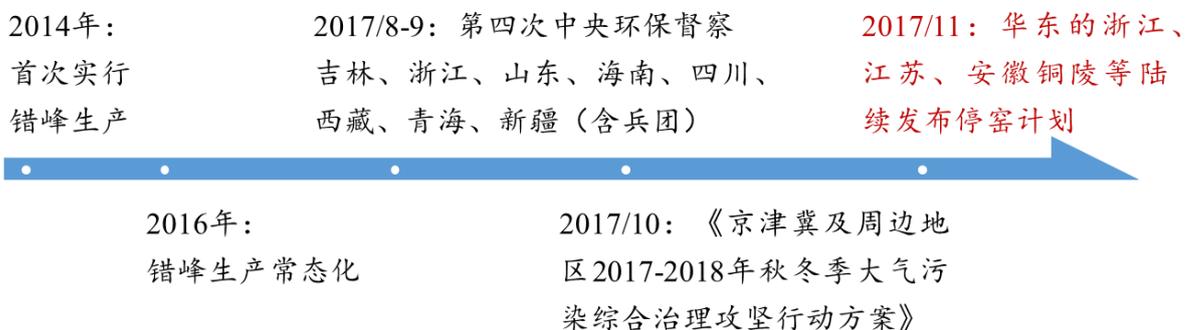
图表10: 行业偿债能力得到提升



数据来源: Wind, 兴业研究

供给超预期收缩是今年尤其是下半年行情的主要动力。本轮周期开源于房地产销售的增长,但下半年来供给侧改革和环保治理对于水泥生产的控制力度不断升级。第三季度的环保大督查和秋冬北方地区的停窑力度均超往年,对于水泥企业的开工影响显著,尤其是北方多地已全面停产,下半年产量同比有小幅下滑。在需求平稳情况下,供给大幅收紧导致下半年产量同比下降,但价格和盈利继续高涨。

图表11: 水泥控产量力度不断升级



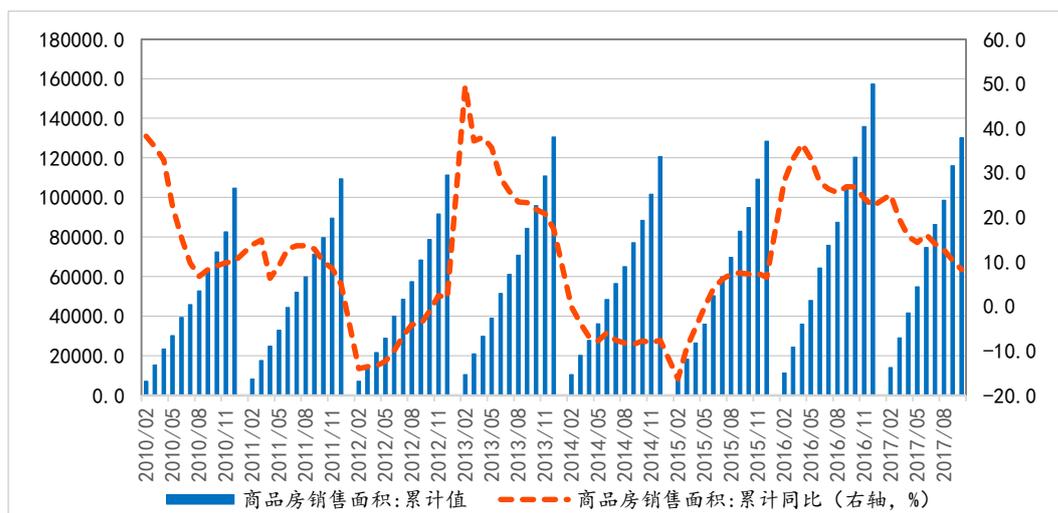
数据来源: Wind, 兴业研究

## 2、平板玻璃：需求不弱，供给不强

2017 年平板玻璃的表现超预期，价格持续冲高创下近五年峰值，价差虽受到成本端纯碱价格跳涨影响在下半年有一定回落，但全年看依然保持在了较好水平。我们认为一方面是需求超预期，但更需关注到供给面愈发理性化的趋势。

**需求超预期。**在去年高基数基础上，今年平板玻璃依然维持了较为稳定的产量增速（5%左右），主要的支撑源于前期地产去库存的效果较好，上半年三四线城市房地产销售和竣工面积均超预期。

图表12： 房地产销售增速仍在高位



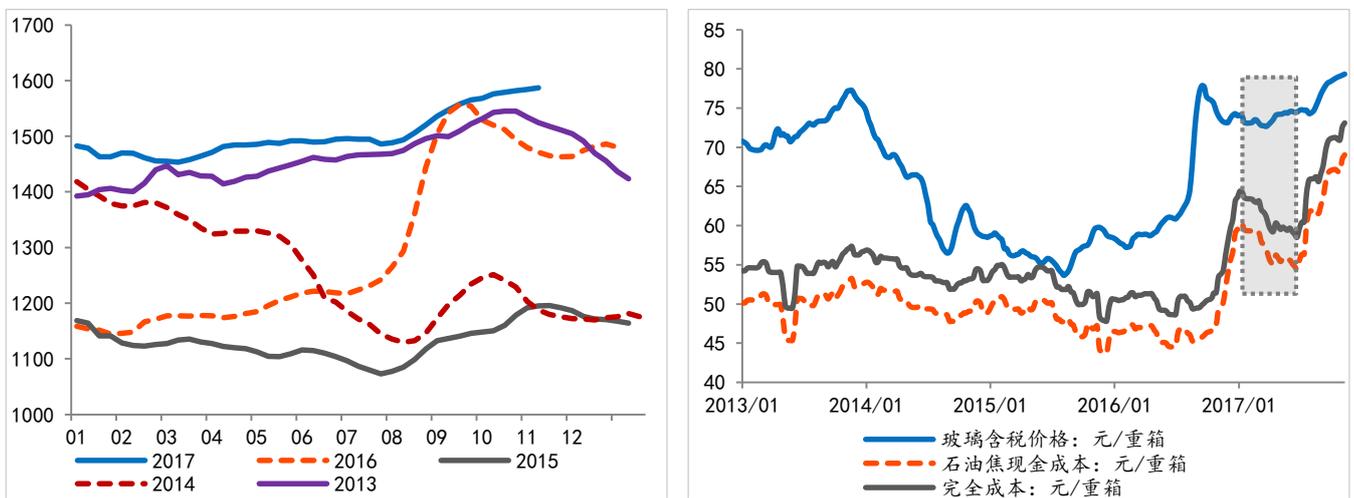
数据来源：Wind，兴业研究

**供给理性化：高盈利下复产产能有限。**2017 年截止目前，平板玻璃新点火产线 5 条，冷修复产产线 12 条，共增加产能 5820 万重量箱；而进入冷修的产线有 17 条，产能总计 6168 万重量箱，因此在产产能小幅缩减 348 万重量箱。在今年行情高位下，企业综合考虑政策的控制和行业未来长期的发展方向，对于产能的扩张仍保持谨慎的态度，且部分产线近期强制性放水（详见 2.1 节），因此并未出现以往快速扩产的现

象。

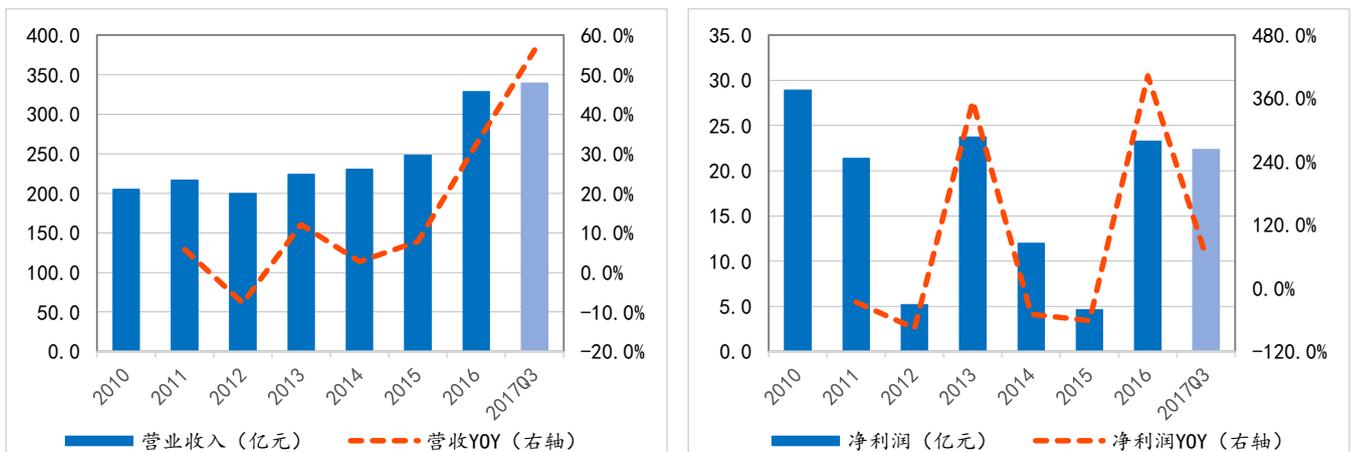
在供需双边修正下，今年平板玻璃的景气周期被显著拉长。即使纯碱价格高涨，原片企业也得以通过涨价转移大部分压力，甚至在纯碱低价区间玻璃价格也未见回调(图表 13)，企业全年利润保持在较高水平。上市玻璃企业前三季度营收同比增长 56.3%，归母净利润同比增长 60.0%，其中原片企业贡献了绝大多数的利润；同时上市玻璃企业有息债务负担明显消减，偿债能力继续增强。

图表13: 平板玻璃价格(元/吨)及价差走势



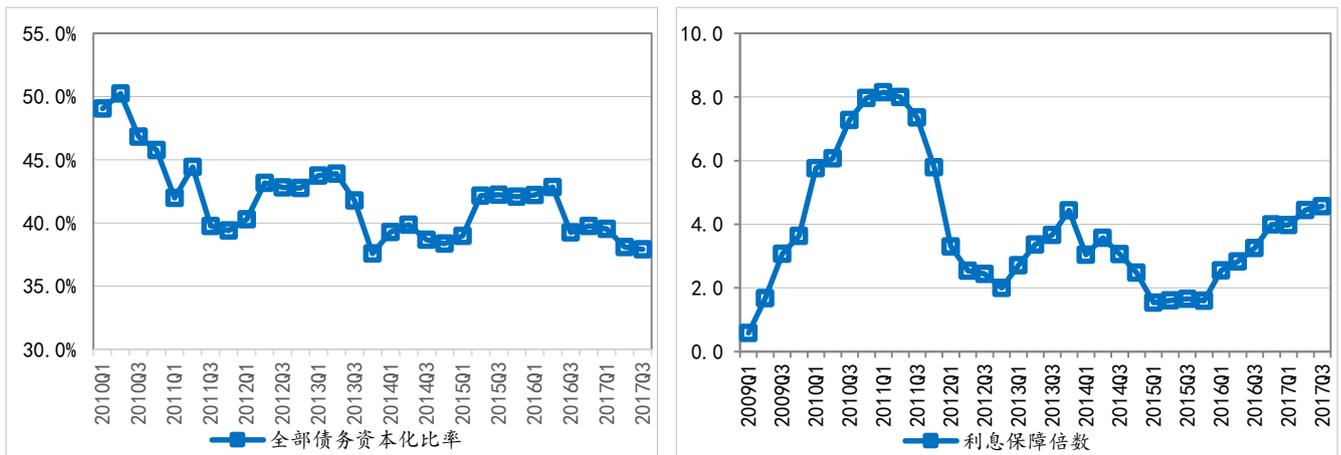
数据来源: Wind, 兴业研究

图表14: 上市玻璃企业业绩继续增长



数据来源: Wind, 兴业研究

图表15: 上市玻璃企业偿债能力提升

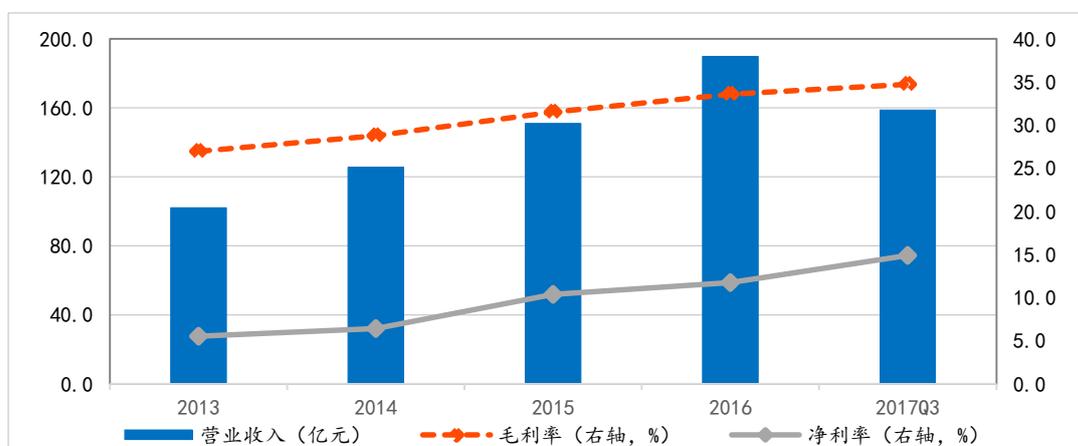


数据来源: Wind, 兴业研究

### 3、其他建材: 玻纤内生成长性良好, 消费建材受到成本压制

在稳定的基建增速和缓慢复苏的制造业推动下,今年玻纤行业需求有所增长;同时主要龙头企业的产品中高端占比稳步提升,进一步提升了行业的综合毛利率,因此营收和利润水平得以双双增长。玻纤行业兼具周期和成长的特性,在内生生长同时的也能充分享受景气周期的利好。耐火材料同样受益于下游钢铁、玻璃等制造业的高景气,盈利明显改善。

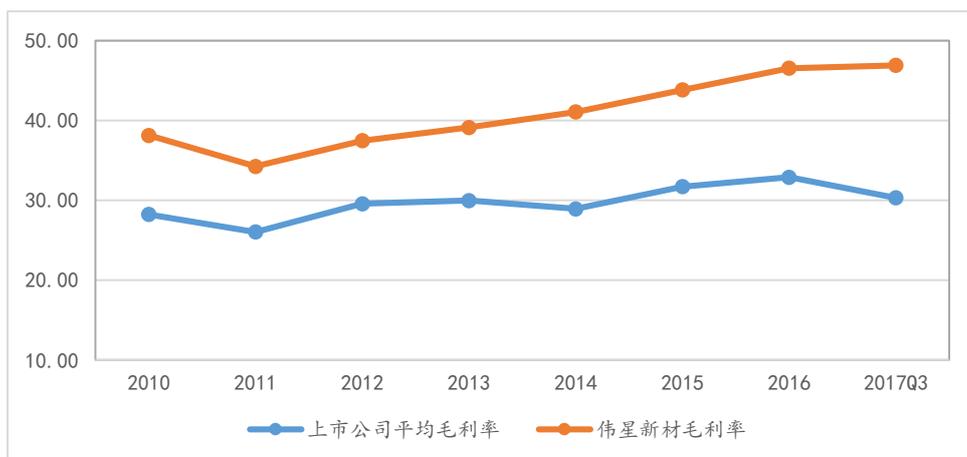
图表16: 上市玻纤企业营收毛利双升



数据来源: Wind, 兴业研究

然而今年中下游消费建材表现相较于周期类略显弱势。尽管在房地产的行情推动下，管材、涂料、防水、板材等的产销和价格均有不同程度的增长，但上游化工原料的涨价在一定程度上压迫了行业利润，净利润增速不及营收。消费建材行业集中度不高的特点导致其难以抵制上游的提价，相较而言龙头企业韧性更强。

图表17: 管材龙头毛利率与行业差异不断扩大 (%)



数据来源: Wind, 兴业研究

### 三、2018 年展望：整体平稳，分化加剧

#### 1、水泥：供给确保行情高位维稳，关注区域分化

##### 1.1 环保控产量确定性较强

如前文所述，在今年周期的演绎中供给端的超预期收缩是核心，展望未来，我们认为供给端的变化对于水泥行情的风向标作用将更加凸显。由于水泥开停工切换时间短、成本小的生产特点，对于其供给的讨论需分为两个层次：一是永久性的去产能，二是阶段性的控产量。我们认为供给侧改革对于水泥永久去产能的强制力度不及钢铁煤炭，但中短期内

环保等手段对于供给侧的控制确定性较强，供给面有望继续修正。

**去产能是长期进程。**截止目前，供给侧改革对于水泥行业强制性较强的要求仅有“在 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目”一项，在产能淘汰方面允许采取新旧置换的方式，导致行业产能的去化并不明显。水泥协会曾在 7 月底发布的《水泥行业去产能行动计划（2017-2020）》中提出了具体的去化目标（图表 18），然而作为行业自律组织，其执行不具有强制性，且在目前行业景气度较高的阶段，如期完成难度较大。

政策方面主要关注 32.5 强度水泥的取消进展。此前工信部公示后反对声音较大，近日工信部座谈会讨论了增设专用水泥标号的可行性。综合看来，32.5 牌号终将取消但其过渡时间不会短，且增加其他缓冲手段可能性较大。根据理想测算<sup>1</sup>，取消后熟料需求将增加 10%-18%，但考虑到推行实施的时间以及增加专用标号的可能性，2018 年内变化预计并不显著。

图表18：水泥协会去产能目标任务

目标任务	2017	2018	2019	2020
压减熟料产能	3880 万吨	9700 万吨	11640 万吨	14050 万吨
压减水泥粉磨站企业	90 家	120 家	150 家	180 家
提升行业集中度			熟料 CR10 达 62% 水泥 CR10 达 50%	熟料 CR10 达 70% 水泥 CR10 达 60%
设立去产能专项基金	试点省份和 试点企业	全面启动创 新试点工作	在大部分省市区推 广	
停止生产 32.5 强度等级水泥产品		全面停止		
全国产能基数核定和标准统一		完成		
100 万以上人口规模城市开展水泥窑协同处置			完成 50%	全面开展

数据来源：兴业研究

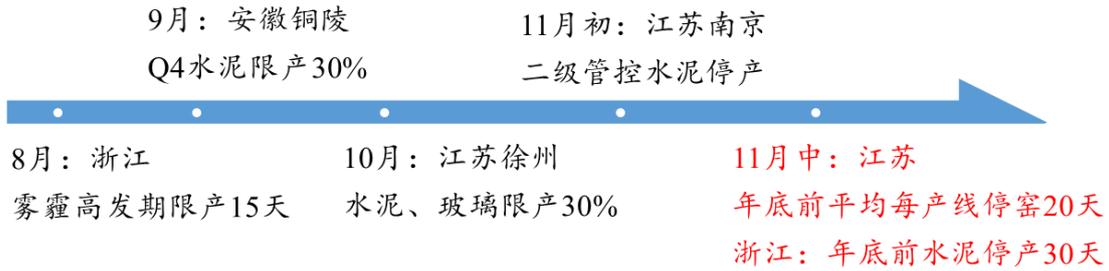
<sup>1</sup> 假设全部 P.C 32.5 R 市场份额由 42.5 替代，且水泥需求不变。

**环保控产量：时间空间双升级。**今年以来，环保政策中空气治理力度的加大对于水泥供给端的影响越来越大，尤其是下半年以来一再超预期，表现出“由淡季向旺季时间延长，由北向南空间扩张”的特征，我们认为环保对于水泥生产的影响确定性较强，明年有望延续。

在时间上，今年北方错峰生产最晚于采暖季前开始，与2016年相比已有提前，而实际执行中泛东北、京津冀地区均不同程度提前，如晋冀鲁豫C12+4成员企业在10月已开始统一停窑，限产时间之早可谓空前，同时也体现了企业在限产方面协同意愿的增强。对于明年年初，目前的停窑计划最少延续到3月中，而东北及蒙东等地区的企业自发订立公约，将原定时间延长到4月底，上半年供给同比将显著收缩。

空间上，限产地区由以往的北方和西部地区开始向华东的南部延伸。其中浙江8月份曾发布冬季限产15天的要求，日前进一步明确年内停窑30天；江苏徐州和南京先后在空气治理要求下进入防控限产状态，最终上升到全省熟料平均停窑20天的要求。华东地区旺季水泥限产的时间和范围逐步升级，体现了南方受到空气治理的影响也在增强。南方春节前均为生产旺季，明年年初继续限产可能性较高，且不排除空气治理压力也较大的安徽等地加入限产的可能。

日前，十九大决议将“绿水青山就是金山银山”的环保意识写入党章，环保治理升级基本确定是不可逆过程。鉴于空气治理的波及范围已出现了向南扩张的趋势，我们认为水泥控产量在时间和空间两方面均有望继续升级，尤其是上半年边际变化非常明显，明年全年供给相比今年将显著收缩。

**图表19: 江浙地区首次旺季限产不断演进**


数据来源：兴业研究

**图表20: 冬季水泥错峰生产计划**

地区	限产时间	限产计划
华北	北京	2017/11/15-2018/3/15 (采暖季) 全部停产。
	河北	2017/11/15-2018/3/15 (采暖季) 唐山市和廊坊市分别于10月12日和10月15日提前进行错峰生产。10月矿山停供炸药，河北熟料线可能提前到11月1日起停窑。
	山西	2017/11/1-2018/3/31 长治市10月1日提前进行错峰生产，共计6个月，其他地区错峰生产5个月。熟料线、粉磨站等全部实施停产。
	天津	2017/11/15-2018/3/15 (采暖季) 全省实施生产调控。
	内蒙古	2017/11/1-2018/4/30 蒙东地区错峰生产6个月。 2017/11/15-2018/3/15 其他地区所有企业错峰生产必须停足4个月。
东北	辽宁	2017/11/1-2018/4/30 大连2017/11/15-2018/4/15全线停窑5个月，除大连外其他城市全线停窑6个月。
	吉林 黑龙江	2017/10/1-2018/4/30 错峰停产6个月。
华东	山东	2017/11/15-2018/3/15 (采暖季) 全省熟料线停窑4个月。7个传输通道城市粉磨站2017年12月—2018年1月停产，济南、淄博、济宁、泰安、莱芜、德州、聊城、滨州、菏泽9市的砖瓦窑(不含以天然气为燃料)，以及7个传输通道城市的陶瓷(不含以天然气为燃料)、玻璃棉(不含以天然气为燃料)、岩棉(不含电炉)、石膏板等建材行业全部实施停产。
	浙江	11-12月 各水泥企业(含粉磨站、自备电厂)统一停产30天。
	江苏	2017/11/15-2018/3/15 (采暖季) 徐州：水泥服从省级安排，玻璃限产30%以上；当出现重污染橙色一级以上预警或静稳天气时，玻璃企业一律停产。(已启动) 所有水泥企业除夕前15天至春节后30天一律停产。 2017/11/1-2017/12/31 全省：各熟料企业平均每产线停窑20天。

地区		限产时间	限产计划
	安徽铜陵	四季度	由于三季度空气质量未达到省控目标，全市范围内水泥企业严格落实限产 30%。
华中	河南	2017/11/15-2018/3/15 (采暖季)	郑州、开封、安阳市、鹤壁、新乡、焦作、濮阳、巩义、兰考、滑县、长垣、洛阳、平顶山市全部停产，其余省辖市、省直管县（市）行政区在 2018/1/21-2018/2/10 可生产 20 天。
	湖北	10-12 月	每条熟料线停窑 20 天。
西南	重庆	11-12 月	都市功能核心区、都市功能拓展区及城市发展新区停窑 25 天，渝东北、渝东南停窑 20 天。
	四川	2017/11/1-2018/2/28	每条熟料线停产不少于 50 天。
西北	新疆	2017/11/1-2018/5/16 (各地阶梯停产)	和田 2017/12/1-2018/3/1。共计 3 个月；喀什、克州 2017/11/16-2018/3/16，共计 4 个月；阿克苏、巴州 2017/11/1-2018/4/1，共计 5 个月；乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业（含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司）2017/11/1-2018/5/16，共计 6 个半月；其他地州市 2017/11/1-2018/4/16，共计 5 个半月。
	陕西	2017/11/15-2018/3/15 (采暖季)	错峰生产。
	甘肃	2017/11/1-2018/3/15	熟料生产线。
	宁夏	2017/12/20-2018/3/20	水泥熟料生产线（包括电石渣企业）

数据来源：兴业研究

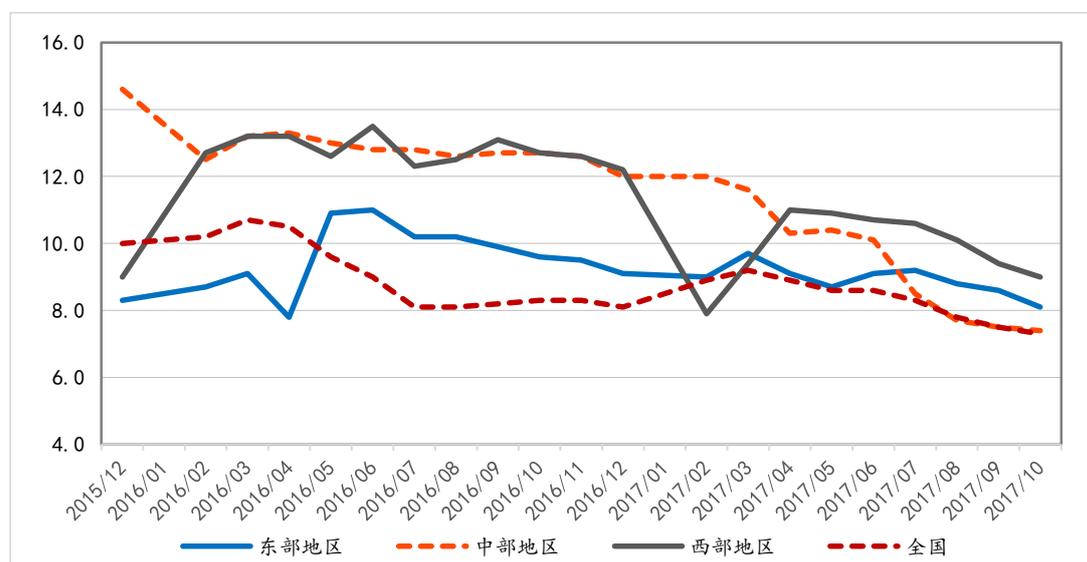
## 1.2 需求变化重点关注区域性、季节性

整体看，我们认为 2018 年水泥需求回落幅度不会太大。基建作为国民经济重要支柱，在目前 GDP 维持中高速增长预期下将保持目前水平，农村需求也较为平稳。房地产整体收紧，但在今年库存较低，土地购置较好的情况下，兴业研究预计明年的开工增速呈稳中回落态势，因此需求方面整体压力不大。

但是区域和季节的分化将更加显著。一带一路辐射的西北、西南等西部地区固定资产投资增速处于国内前列，而随着雄安新区建设的逐步展开，京津冀地区水泥需求也将有一定提升（雄安新区建设对装配式比

例要求较高,区域性需求大涨的可能性不大),因此北方整体需求不弱。考虑到环保力度的逐渐趋严,北方入冬以来的“限土令”对房屋拆迁、土石方作业等建筑施工有较大限制,在挤出效应下,2017年冬-2018年初空气治理期间北方地区受到压制的下游需求大概率将在明年得到体现,我们认为2018年以北方地区为代表,水泥需求将呈现淡季更淡,旺季更旺的特征。

图表21: 各地区固定资产投资增速分化(%)



数据来源: Wind, 兴业研究

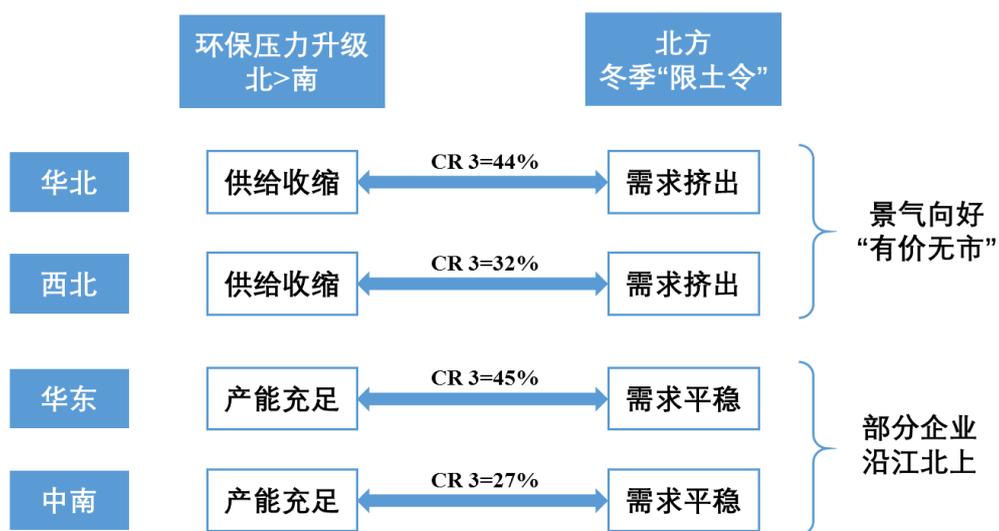
### 1.3 供需小结: 区域分化明显, 华东、中南受益

展望2018年,供给方面随着环保治理要求的提升,水泥产量控制的范围、力度均预期增强,相对于平稳回落的需求而言供给收缩幅度更大,2018年全年水泥价格大概率继续保持在高位,但地区产销的分化十分显著。

北方地区供给的收缩力度仍明显强于南方,而在“限土令”影响下

需求向二、三季度挤出,将导致秋冬季节北方供需双停,市场接近休眠;而春夏错峰依旧,开工难以饱和。因此区域来看,西北和华北地区的价格景气度依然向好,但由于环保和错峰生产的压制,可能出现供需双淡或结构性产量不足的“有价无市”局面。而南方地区供需继续优化,地区盈利维持高位。同时冬季开工虽有受限但全年看依然充足,因此高价诱导下,交通便利的华东、中南地区有望北上输出产量,其中区位优势便利、具备成本优势和充足生产能力的企业可享受北方限产带来的利好,华东优质企业保持向上的弹性。

图表22: 区域供需分化

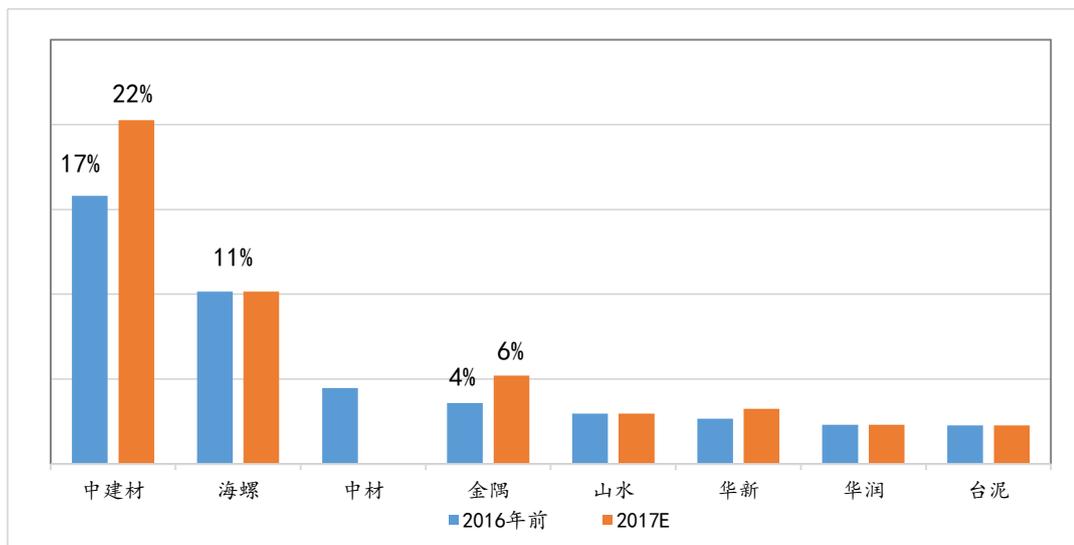


数据来源: 兴业研究

**行业集中度确定性提升。**近年水泥行业产能整合迅速推进,继金隅合并冀东之后,今年华新水泥吸收了拉法基在西南地区的大部分产能,两材也完成了港股公司合并,进入整合的实质阶段。合并完成后,行业CR5 将从40%提升至45%,竞争格局向好。2018年将是两大央企旗下

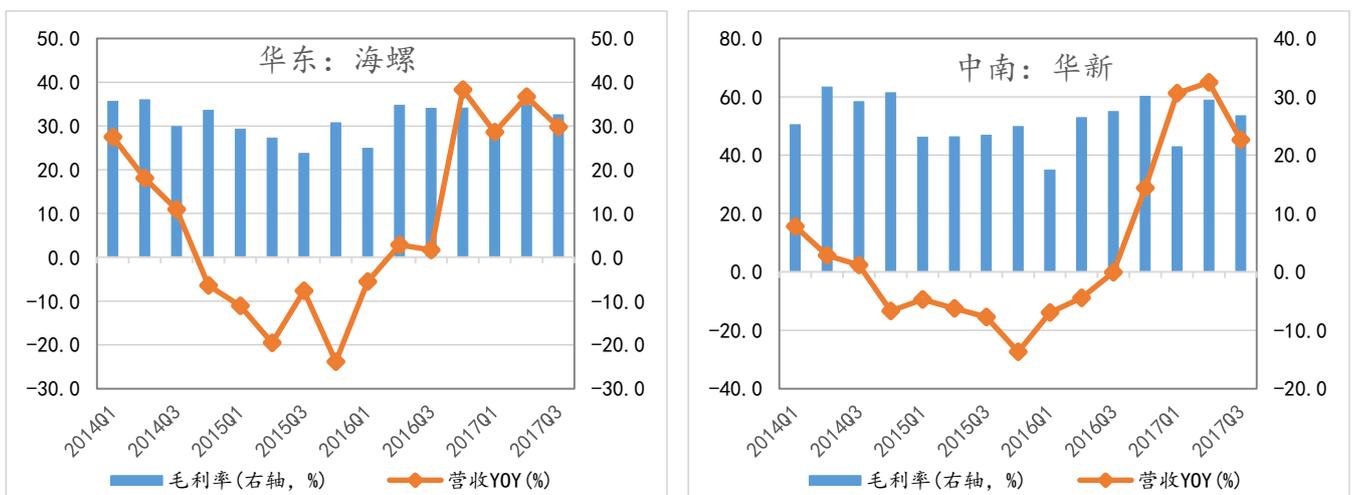
各子公司消除同业竞争，资源整合提升协同的重要时间点，中建材产能分布以华东、中南地区为主，而中材产能整合对西北地区影响最大，整合后相应地区协同有望加强，地区竞争格局向好，同时地区龙头企业如海螺水泥、华新水泥等也将获益。

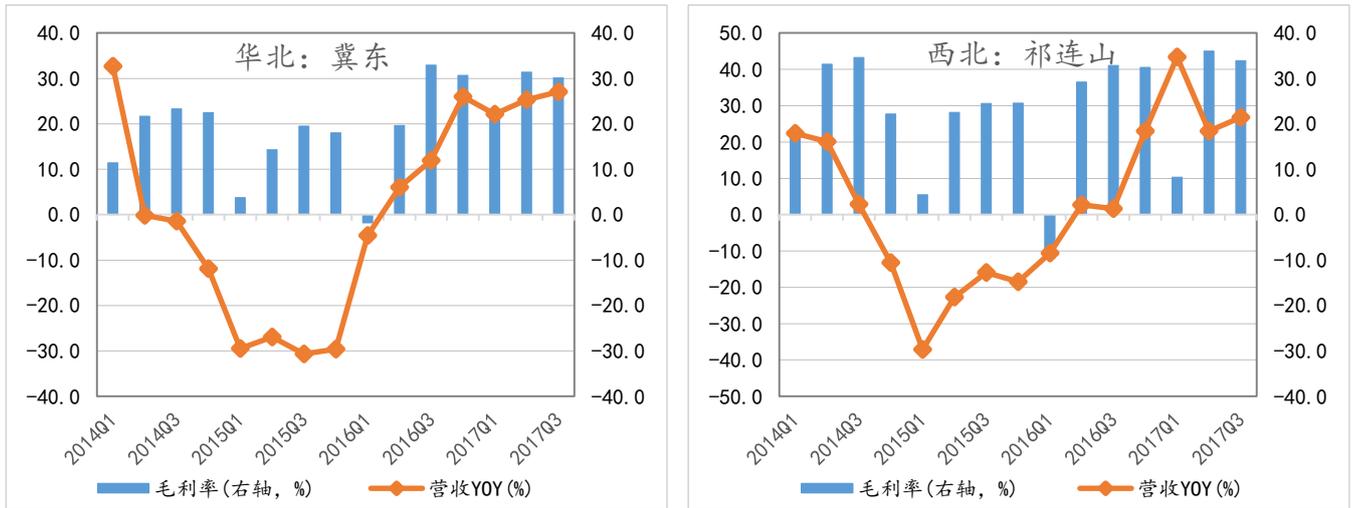
图表23: 行业集中度提升



数据来源：公司公告，兴业研究

图表24: 各区域重点水泥企业业绩（单季度）





数据来源：Wind，兴业研究

## 2、玻璃：供需重回平衡，龙头地位提升

### 2.1 平板玻璃：环保缓冲作用显著

**排污治理逐渐发力，看好明年边际变化。**近年平板玻璃总产能趋向平稳，新产线点火的数量明显减少，预计2018年具备点火可能的新增产线数目在5条以内，实际点火根据行情可能更少，未来在产产能的变化重点主要是产线的停工和复产（图表25）。

环保对于平板玻璃产能的影响已初露端倪，其中“小散乱污”企业的环评治理作用较强。北方入冬以来，多地已经对平板玻璃的开工、原料及产品进出场等进行限制，导致相应企业生产销售均有不同程度受阻。而河北作为10月底首批完成建材行业排污许可证核发的地区，对于不达标平板玻璃产能的整治迅速推进，沙河9条未取得排污许可证的产线中已有6条被陆续关停。考虑到玻璃行业小企业居多，前期整治较少，排污治理对于玻璃供给影响空间较大。而按照政策计划，全国各地玻璃企业排污许可证核发将于今年底集中完成，因此2018年平板玻璃

供给修正的力度可能空前，且小企业受到的影响更大，还将推动行业集中度提升，竞争格局向好。

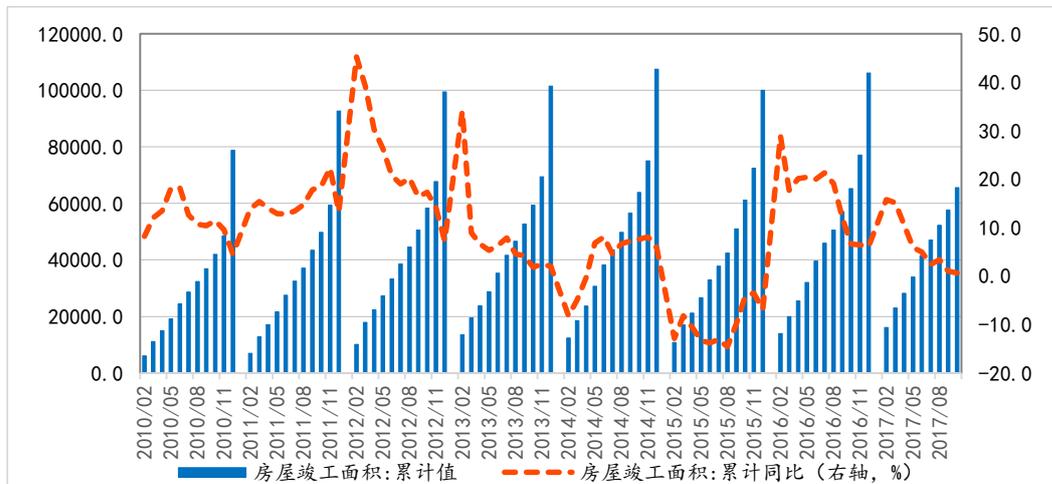
图表25：平板玻璃在产产线变化（条数）

年份	冷修	复产	新建点火	净增加数
2012	25	13	19	7
2013	11	8	29	26
2014	38	9	23	-6
2015	43	18	10	-15
2016	12	13	6	7
2017/11	20	12	5	-3

数据来源：玻璃信息网，兴业研究

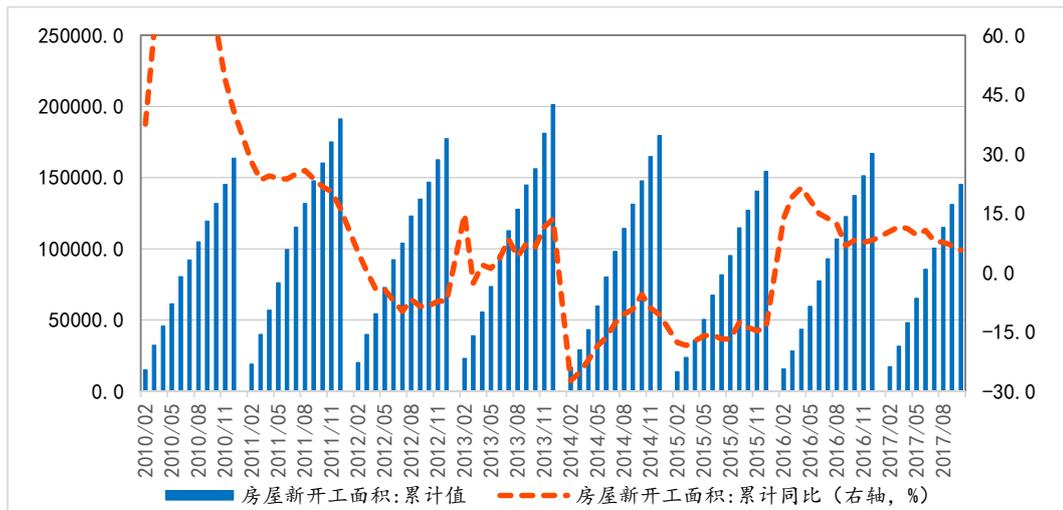
需求方面短期压力较大。三季度以来地产竣工面积明显回落，对今年年底及明年上半年平板玻璃的需求有较大压力。成本端纯碱价格迅速攀升，导致平板玻璃价格高企，进一步挫伤部分下游需求，同时行业盈利也受到明显挤压。但考虑到今年地产开工在去年高基数上依然保持了稳定的增长，对未来1-2年的竣工有一定保障，预计平板玻璃需求平稳回落，不会出现断崖式下跌。

图表26：房地产竣工面积增速下滑



数据来源：Wind，兴业研究

图表27: 地产开工保持稳定增长



数据来源: Wind, 兴业研究

整体而言, 平板玻璃虽短期面临较大的需求压力, 但环保治理下供给面缓冲作用明显, 未来还将进一步提升成为市场修复的主要动力。明年全年看, 原片价格在成本端支撑下可继续维持高位, 但行业整体利润难以复制 17 年行情。

## 2.2 深加工布局逐渐明朗化

房地产是平板玻璃的主要下游需求 (占比 80%), 而其中新增地产对于玻璃的消费占比 43%, 对于玻璃需求具有决定性影响。随着国家对房地产调控政策的收紧以及我国城镇化建设增速拐点的到来, 平板玻璃行业发展也面临拐点。近年行业主要投资方向已经由数量型扩张逐渐向产业链延伸转移, 光电玻璃、汽车玻璃等高附加值产品的布局进度加快, 或将成为行业内新的增长点。而今年平板玻璃盈利大涨, 也为企业的转型之路提供了较好的支持。

具体来看, 南玻和秀强股份在深加工领域已积累了一定成果, 分别

是建筑节能玻璃、家电玻璃行业的龙头，而南玻近年继续拓展电子玻璃和光伏产业，电子玻璃板块顺利盈利，未来将实现对玻璃产业链横纵全方位的覆盖。原片领域龙头旗滨集团一方面看好海外玻璃需求，另一方面也加快布局节能玻璃、光伏产业等，预计 18 年深加工项目将逐步投产。中建材旗下凯盛科技、洛阳玻璃经过集团内重组整合，业务重心有明显变化，其中凯盛科技通过外延并购和内生研发向下游盖板玻璃、电子显示转移；洛阳玻璃在高性能电子玻璃基础上计划进一步并购发展光伏玻璃产业。随着各企业玻璃产品的精细化和高端化发展，未来产品技术能力将成为格局重塑的关键因素。

图表28：玻璃行业主要企业转型进展

公司简称	业务结构		业务转型进展
旗滨集团	玻璃原片	97%	<b>原片海外扩张，大力推进深加工。</b> 原片：马来西亚基地 2 条优质浮法玻璃生产线分别于 5/7 月投产，一线 7 月开始盈利，漳州、长兴两条线技术改造，年底复产。 节能玻璃：惠州、绍兴、马来西亚节能玻璃项目（合计产能中空玻璃 300 万平方米/年、镀膜玻璃 360 万平方米/年）预计 18 年建成投产 70%。 光伏：郴州 700t/d 光电材料+1000t/d 光伏封装材料生产线，计划 18 年建成。
	玻璃加工	-	
南玻 A	平板玻璃	45.10%	<b>电显盈利兑现，光伏挖潜扩改。</b> 电子玻璃：清远高铝线品质逐步提升，上半年实现盈利；咸宁超高铝线建设进展顺利，计划 2017 年内点火试生产。 光伏：宜昌硅片项目计划在 1GW 基础上新增扩产到 2GW。光伏电站：计划自建 200MW，与旗滨集团合作建设 140MW。光伏建筑一体化项目已与知名地产商初步达成战略合作协议。
	工程玻璃	33.44%	
	太阳能产业	25.85%	
	电子及显示器玻璃	4.83%	
	内部抵消	-9.48%	
金晶科技	玻璃	59%	<b>新型玻璃业务推进受阻。</b> 金晶匹兹堡汽车玻璃项目 16 年初投产，但截止今年年中仍处于亏损。 11 年募集 15.44 亿资金用于在宁夏建设 720 万箱/年太阳能基板玻璃及 1000 万平方米 Low-E 玻璃生产线，项目于今年 2 月点火试产，尚未体现收益。博山 Low-E 节能玻璃项目还在建设中。
	纯碱	53%	

公司简称	业务结构		业务转型进展
凯盛科技	电子信息显示	73%	<b>电显全产业链发展，逐渐步入正轨。</b> 上游盖板玻璃：华益公司年产 2400 万片 2.5D 手机玻璃盖板产能华东最大，但行业内产品升级更替较快，目前重点提升 3D 盖板产品良率。 中游显示模组：公司 2015 年并表国显科技完成对中游液晶显示模组、触摸屏模组的布局，产品主要针对平板电脑，与主要大客户建立良好合作关系，2017 上半年全球平板市场出货量稳步提升，已达 15%。 对接 OLED：子公司方兴光电的年产 80 万平米触摸屏柔性镀膜生产线产能、良率均已达标，产品可以用于下游 OLED 企业封装，但上半年销售不理想。计划下一步继续开发差异化产品。
	新材料	21%	
洛阳玻璃	光电玻璃	99%	<b>深耕高端电子玻璃，计划发展光伏产业。</b> 龙海公司已完成旧生产线拆除工作，计划改建信息显示超薄基板生产线，设计熔窑熔化能力为 180t/d，达产年产量 1550 万平米。 公司积极推进重大资产重组，拟以发行股份的方式购买合肥新能源 100%股权、桐城新能源 100%股权和宜兴新能源 70.99%股权，发展新能源玻璃业务。濮阳超白光热材料项目上半年开工，一期项目总投资约 8 亿元，主要生产太阳能基板玻璃。

数据来源：公司公告，兴业研究

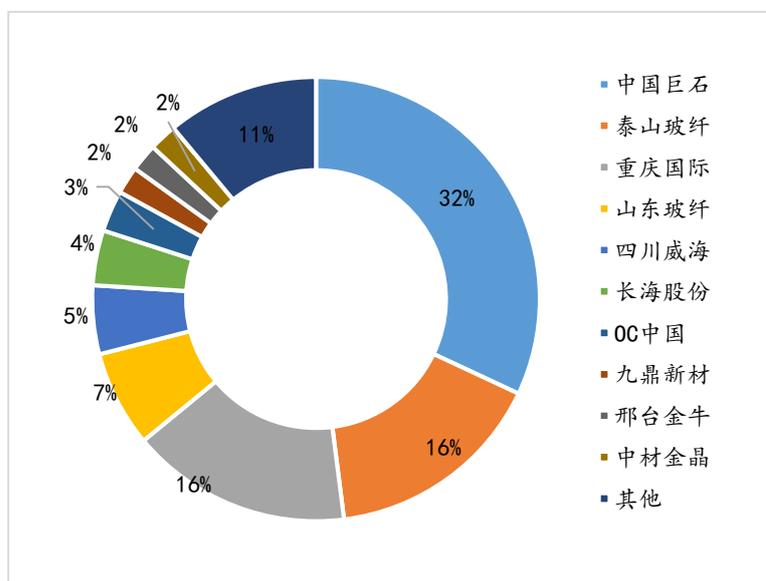
### 3、其他建材：关注成长催化剂

#### 3.1 需求全面复苏，国改推动龙头成长提速

玻纤行业需求长期向好。国内看，轨道交通、汽车轻量化、电子等下游行业逐步回暖。全球市场上，基建提振、美国制造业复苏等也带动了出口的增加以及海外生产基地的推进。同时，新增需求中对于高端产品及精细化玻纤制品的需求更为显著，行业仍具备较高的成长性。近年中国巨石、中材科技等龙头企业新增产能投资较多，同时在技术发展上也有所突破，行业规模和企业毛利率均稳步提升，在继续向好的外部环境，龙头企业量价将持续增长。

行业结构有望进一步改善。中建材旗下中国巨石和中材科技旗下泰山玻纤在国内产能占比分别为 33%和 22%，在国际市场份额合计也在 30%以上，业务规模大且存在一定竞争。而中建材旗下中国复材和中材科技在风电叶片等玻纤增强制品领域也有明显交叉，两材整合后为进一步发挥企业协同效应，提升研发水平，各运营实体的业务整合也有望提上日程，有望推动龙头成长进一步提速。

图表29：我国玻纤池窑拉丝企业产能格局



数据来源：中国产业信息网，兴业研究

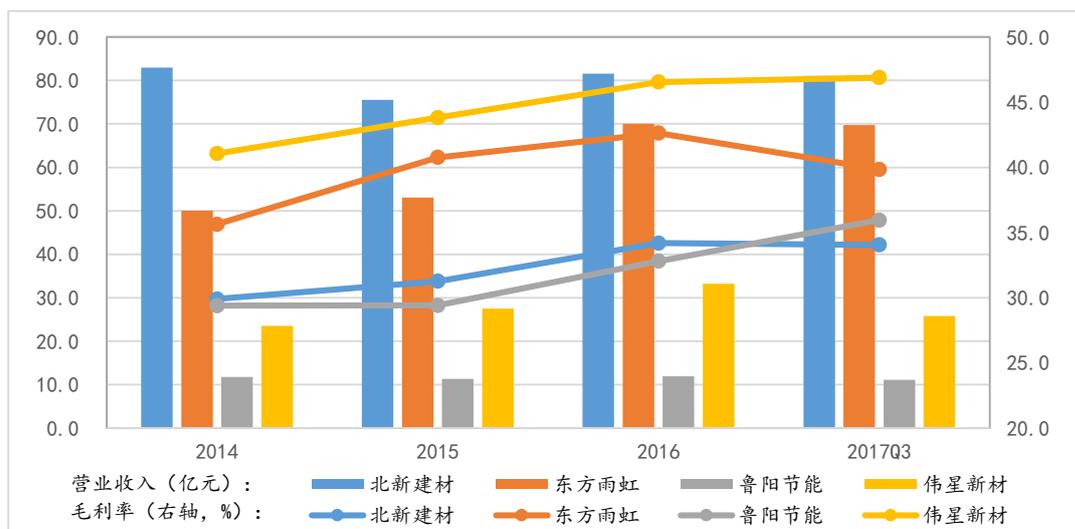
### 3.2 装修建材不乏亮点，关注龙头企业

涂料、防水、管材等消费建材下游主要为房地产行业，但由于装修需求中存量翻新所占比重较大，行业受到房地产波动的影响幅度有所衰减。同时，装修建材行业以中小民企为主，集中度较低，仍处于“大行业小龙头”的发展阶段，因此优质企业具备较好的成长性。

展望 2018，装修建材将迎来“雄安新区+装配式建筑”的利好。随

着装配式建筑相关政策的不断加码,我们看好其未来建设空间的快速增长。雄安新区作为装配式建筑的主要示范基地,考虑到2018年建设将逐步展开,相应产业链上的建材企业将迎来业绩增长的新机遇。由于装配式的新建筑方式对于防水、墙体保温材料等的技术和质量的要求较高,具备较强技术实力的企业将优先获得这部分市场空间。举例而言,北新建材在石膏板市场占有率在40%以上,高中低端产品种类齐全,而作为中建材子公司未来在雄安新区建设中无疑将扮演更为重要的角色,营收规模和市占率均有望进一步提高。建议关注具备技术优势和品牌效应的龙头企业,如北新建材、东方雨虹、鲁阳节能、伟星新材等。

图表30: 龙头企业持续成长



数据来源: Wind, 兴业研究

#### 四、市场展望: 精选行业, 关注区域, 把握龙头

基于以上对基本面走势的判断,2018年建材行业整体将保持较高的景气度,行业整体信用改善,利差有望继续收窄。但企业个体的分化将继续加剧,龙头地位更加稳固,可把握业绩确定性增长的企业,精选

高性价比标的。

水泥: 南方地区的企业将充分受益于行业高景气度保持较好的盈利水平，且华东、中南地区的优质企业依然具备向上的弹性。华北市场受到限产影响，虽能保持较高的价格但利润流入难有明显增长。泛东北以及新疆等产能过剩严重的地区停产时间最长，供需双降下成本控制力不强的企业将承受一定压力，但相比于 15 年周期低点情况依然明显好转，因此风险相对不高。企业层面，中建材内部水泥板块公司较多，同业竞争问题的完全解决尚需时间，因此受益最为显著的仍是华东地区龙头企业。

玻璃: 企业在转型过渡期间对于资金需求较高，但就存量债主体而言，原片企业今年资金流入较为充分，中建材旗下玻璃板块整合也已完成大半，后续业绩整体趋向于改善。虽行业基本面走势仍有波动，但中期看类似 15 年的低谷出现的几率都不大，行业系统性风险较低。

其他建材: 成长性或将成为明年一大亮点。在全球经济复苏和国内高端制造崛起的推动下，玻纤行业规模和产品结构均将继续提升，叠加国企改革，龙头成长有望提速。此外，“装配式+雄安”的高端需求也将利好相应建材产业链，优质企业将受益于新的业绩增长点，龙头地位继续凸显。

## 五、风险提示

环保等政策变动风险；

下游基建和地产投资、雄安新区需求不及预期；

纯碱、PVC 等上游原料价格超预期上涨。

## 免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供, 本报告中所提供的信息, 均根据国际和行业通行准则, 并以合法渠道获得, 但不保证报告所述信息的准确性及完整性, 报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断, 我司有权随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考, 一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出, 对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果, 我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的, 应视为分析师的个人观点, 并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场, 但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证, 相关风险务请报告阅读者独立做出评估, 我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议, 不能作为任何投资研究决策的依据, 我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体, 我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述, 均应从严格经济学意义上理解, 并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见, 报告阅读者也不应该从这些角度加以解读, 我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任, 并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登, 否则, 均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发, 需注明出处为“兴业经济研究咨询股份有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。