

中性 (维持)

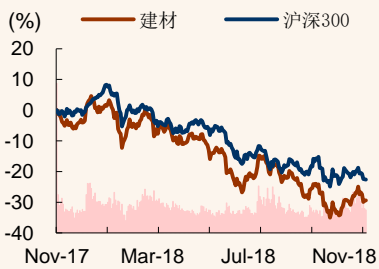
千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金

2018年11月28日

建材行业2019年度投资策略

上证指数	2575
行业规模	占比%
股票家数 (只)	87 2.4
总市值 (亿元)	6205 1.4
流通市值 (亿元)	5394 1.5

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	6.3	-21.5	-25.7
相对表现	7.4	-3.8	-3.2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《2018年上半年水泥行业数据点评—供需关系持续改善, 价格上升促进效益提升》2018-07-26
- 2、《建材行业2018年中期投资策略—存量博弈大时代, 龙头掌握话语权》2018-06-25
- 3、《招商建材周报 4.22—此轮水泥涨价可持续至五月中上旬》2018-04-22

郑晓刚
021-68407841
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
S1090511040008

经济下行压力增大, 国内开启基建托底稳增长, 去杠杆与积极财政政策并行, 下游建材需求回暖但区域分化仍将延续。关注水泥供给收缩逻辑, 环保差异化优势凸显; 玻璃供给收缩不及预期, 库存缓慢下滑, 成本对价格形成支撑; 玻纤悲观预期落地, 关注龙头市场份额提升进程; 地产集中和精装修利好品牌建材, 防水、防漏、无醛等消费升级有望推动客户粘性。

- **基建托底预期增强, 下游需求持稳概率较大。**前三季度, 国内经济稳中有变, 经济下行压力增强基建托底预期, 基建投资开始回暖, 水泥需求开始回升。地产投资相对高位, 较高的土地购置和期房销售夯实 19 年施工周期, 地产销售和开工面积增速差异有望收窄, 全年新开工增速有望保持正值。
- **水泥板块: 区域分化加剧, 龙头强者恒强。**年初至今, 南北方投资差异不断拉大, 南方地区水泥产量下滑幅度相对不大, 产量下滑主要受制于产能限制。综合基建和地产投资判断, 19 年水泥需求仍维持中性偏乐观, 华东、中南和西南地区趋稳或小幅上涨, 关注西北和华北地区基建复苏推动需求逆转。供给收缩逻辑有望延续, 政策差异化给予地方政府更大的灵活性, 具备资金和技术实力的龙头公司有望受益环保差异化, 规模以上企业和龙头公司销量稳增长, 行业集中度有望进一步提升。
- **玻璃板块: 需求预期持稳, 关注冷修周期。**玻璃和水泥景气分化仍将持续, 生产工艺的刚性和新增产能削弱行业景气度。随着差异化政策落地, 玻璃产线关停步伐放缓。截止 11 月中旬, 行业关停产能仅 2500t/d, 预期关停的产线仍在运行; 全国新建投产产能 1710 万重箱, 超过去年全年水平。行业高景气加快了冷修产能复产并延缓整体冷修进度, 全年冷修仅为去年一半。玻璃工艺冷修的刚性增加长期投产产能安全风险, 关注行业整体冷修进程。成本端的上涨有望推动玻璃价格企稳, 龙头公司有望受益规模成本优势。
- **玻纤板块: 利空逐步落地, 龙头优势凸显。**年初至今, 玻纤板块回撤较大, 市场对新增产能投放和贸易摩擦利空的担忧压制行业估值。近期, 玻纤价格小幅回落, 贸易摩擦和中小产能投放利空开始显现。随着下游汽车、风电等领域需求逐步释放, 产品结构性升级下玻纤需求稳中有升, 新增产能有望逐步消化, 中长期来看玻纤价格仍以趋稳为主。同时, 拥有海外产能的龙头公司有望受益贸易摩擦带来的差异化优势, 全球市场份额有望进一步提升。
- **消费建材: 集中驱动延续, 聚焦博弈筹码。**基于对地产新开工维持正增长的判断, 地产竣工交付后的装修有望带动消费建材市场需求, 整体不悲观下存量市场竞争有望加剧, 龙头公司收入增速虽有所下滑, 但依然保持 15% 以上的增速。地产调控进一步提升地产集中度, 精装修有望提升龙头消费建材市占率。2018 上半年, 全国地产龙头公司市占率进一步提升, 营收增速仍大幅

敬请阅读末页的重要说明

跑赢全国平均水平；精装修渗透率向二三线城市传导，二线城市渗透率从 41% 提升到 50%。精装修率的提升和地产集中有望推动产品品质优良、品牌知名度高、产业链完备的消费建材龙头受益，雨虹、兔宝宝、北新和伟星等精装修配套商有望进入市占率提升轨道。

- **风险提示：**基建投资不及预期、销量、价格不及预期、原材料大幅上涨
- **投资建议：**基建托底政策不断加码，水泥需求量有望稳中有升；区域需求差异化延续，全国性水泥龙头有望持续受益，继续推荐海螺水泥；受到中小产能逐步投产和中美贸易摩擦因素落地，玻纤板块估值有望回升，建议关注中国巨石、中材科技；消费建材龙头集中趋势不改，关注东方雨虹和伟星新材。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
海螺水泥	31.47	2.99	5.46	5.77	5.76	5.46	1.5	强烈推荐-A
中国巨石	10.10	0.74	0.75	0.91	13.47	0.75	2.5	强烈推荐-A
中材科技	7.90	0.95	0.71	0.89	11.13	0.71	1.0	强烈推荐-A
东方雨虹	13.83	1.4	1.06	1.37	13.05	1.06	2.5	强烈推荐-A
伟星新材	14.37	0.83	0.76	0.89	18.91	0.76	5.0	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券；截止日期：2018 年 11 月 27 日

正文目录

一、基建拖底预期增强，下游需求持稳概率较大	6
1.1 经济下行压力增加，基建投资托底稳增长	6
1.2 地产投资相对高位，新开工有望延续韧性	8
二、水泥板块：区域分化加剧，龙头强者恒强	10
2.1 区域分化态势延续，继续看多南方水泥需求	10
2.2 供给收缩逻辑延续，政策差异化彰显龙头优势	12
2.3 观点综述	15
三、玻璃板块：需求预期持稳，关注冷修周期	15
3.1 供给收缩不及预期，新增产能供需宽松	15
3.2 成本上涨支撑价格，库存有望缓慢下滑	17
3.3 观点总结	18
四、玻纤板块：利空逐步落地，龙头优势凸显	18
4.1 利空因素逐步落地，玻纤价格小幅回落	18
4.2 看多下游需求升级，龙头份额有望提升	20
4.3 观点总结	21
五、消费板块：集中驱动延续，聚焦博弈筹码	22
六、投资建议	23
七、风险提示	26

图表目录

图 1：中国 GDP 单季度增速下行	6
图 2：国内社会消费品零售总额累计增速下行	6
图 3：10 月份全国固定资产投资增速开始复苏	6
图 4：10 月份基建（不含电力）投资开始向好	6
图 5：地方政府专项债券累计值及同比	7
图 6：地方政府专项债券占社融比重	7
图 7：国家发改委审核批准项目数	8
图 8：国家发改委审核批准项目投资额（十亿元）	8
图 9：国内 PPP 项目落地金额及落地率	8
图 10：国内水泥产量累计同比	8

图 11: 全国房地产开发投资完成额累计同比.....	9
图 12: 全国房地产开发投资额按构成划分.....	9
图 13: 房地产开发按构成投资增速.....	9
图 14: 房地产开发土地购置面积累计同比.....	9
图 15: 全国房地产销售面积累计同比.....	10
图 16: 全国房地产新开工、施工和竣工面积累计同比.....	10
图 17: 房地产销售面积和新开工面积累计同比 (12 月平滑).....	10
图 18: 南方和北方固定资产投资总额 (万亿元).....	11
图 19: 南方和北方固定资产投资增速 (累计).....	11
图 20: 1-9 月和 1-10 月年各区域水泥产量累计同比.....	11
图 21: 9 月和 10 月底各区域熟料库容比 (%).....	11
图 22: 北方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨).....	12
图 23: 南方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨).....	12
图 24: 全国 P.O42.5 水泥均价 (元/吨).....	12
图 25: 全国螺纹钢 (φ25mm) 均价 (元/吨).....	12
图 26: 华北地区主要省份熟料库容比 (%).....	14
图 27: 华东地区主要省份熟料库容比 (%).....	14
图 28: 全口径下全国水泥产量累计增速.....	15
图 29: 海螺水泥半年度水泥销量增速.....	15
图 30: 全国玻璃均价和库存走势.....	16
图 31: 全国浮法玻璃在产产能 (万重箱).....	16
图 32: 全国浮法玻璃冷修和复产产能对比 (万重箱).....	17
图 33: 国内浮法玻璃产线按投产时长划分.....	17
图 34: 玻璃主要成本占比.....	17
图 35: 纯碱和重油价格走势.....	17
图 36: 玻璃纯碱价差走势 (元/重箱).....	18
图 37: 国内主要省份浮法玻璃库存规模 (万重箱).....	18
图 38: 申万玻纤板块 PE-TTM.....	18
图 39: 申万玻纤板块 PB.....	18
图 40: 主流厂商 2400Tex 粗砂玻纤出厂价 (元/吨).....	19
图 41: 主要上市公司毛利率水平.....	19

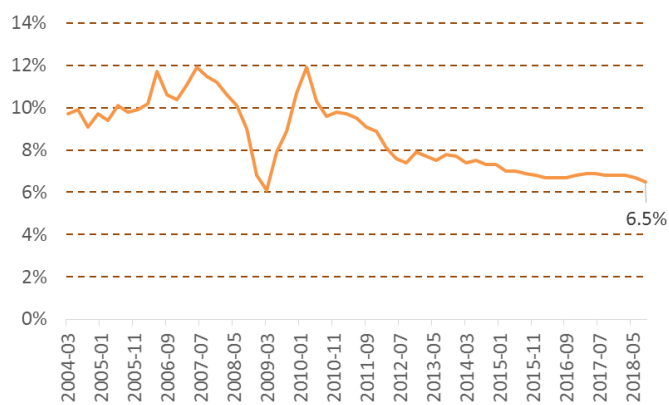
图 42: 国内复合材料产量及同比.....	20
图 43: 热塑性复合材料占比.....	20
图 44: 国内乘用车产量及同比 (万辆)	20
图 45: 国内新能源汽车产量及同比 (万辆)	20
图 46: 全球风电装机容量 (万千瓦)	21
图 47: 国内风电装机容量 (万千瓦)	21
图 48: 中国巨石国内和国外产品毛利率.....	21
图 49: 全球主要经济体 PMI.....	21
图 50: 主要龙头公司营收增速	22
图 51: 主要龙头公司毛利率	22
图 52: 全国房地产行业销售额占比 (%)	22
图 53: 全国房地产销售金额同比 (%)	22
图 54: 国内精装修市场占比.....	23
图 55: 全国精装修规模及同比	23
图 56: 消费建材主要上市公司广告投入 (亿元)	23
图 57: 消费建材主要上市公司 ROE	23
表 1: 基建投资稳增长政策汇总.....	7
表 2: 主要区域秋冬季错峰生产政策对比.....	13
表 3: 水泥工业排放标准对比 (mg/m3)	14
表 4: 玻璃行业关停和新建产能明细	16
表 5: 2018 年至今玻纤行业产能扩产明显	19
表 6: 海螺水泥盈利预测简表	24
表 7: 中国巨石盈利预测简表	24
表 8: 中材科技盈利预测简表	25
表 9: 东方雨虹盈利预测简表	25
表 10: 伟星新材盈利预测简表	26

一、基建拖底预期增强，下游需求持稳概率较大

1.1 经济下行压力增加，基建投资托底稳增长

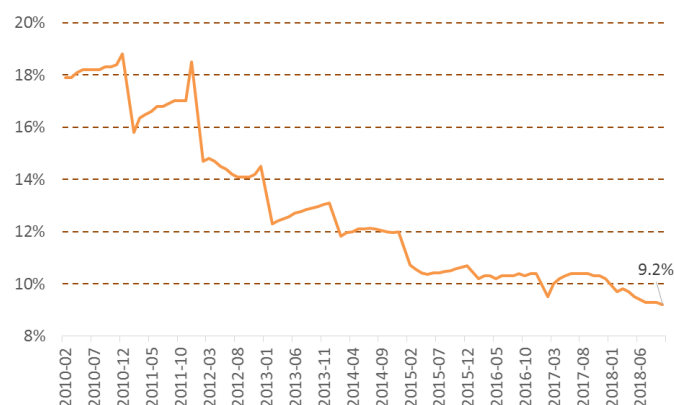
2018Q3，我国 GDP 同比增长 6.5%，创近年来新低。受到宏观去杠杆、中美贸易摩擦等因素影响，固定资产投资和净出口对于 GDP 的拉动趋弱；居民部门杠杆率的抬升削弱消费领域投资增长，国内经济短期内面临较大下行压力。根据国家统计局公布的三季度经济运行情况，前三季度我国经济稳中有变、稳中有缓、经济下行压力增大。参考宏观组观点，名义 GDP 增速下行背景下，去杠杆和稳定宏观杠杆率并不矛盾，去杠杆将持续到 2019 年年中附近。

图 1：中国 GDP 单季度增速下行



资料来源：Wind、招商证券

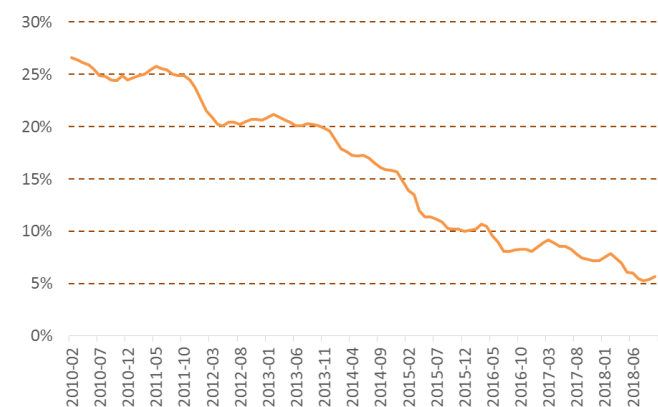
图 2：国内社会消费品零售总额累计增速下行



资料来源：Wind、招商证券

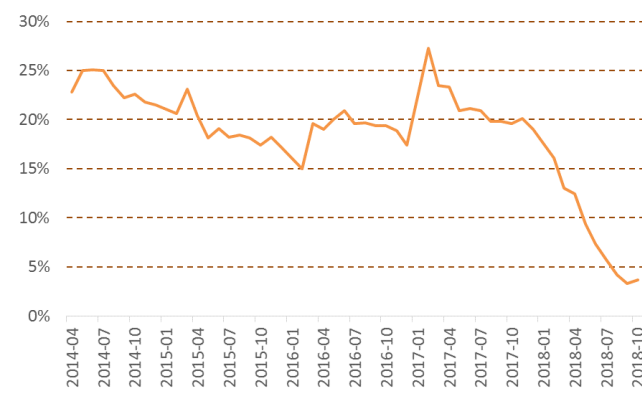
经济下行增强基建托底预期，投资复苏并不意味大水漫灌。根据国家统计局公布的最新数据，1-10 月份，全国固定资产投资累计同比增长 5.7%，相较 1-9 月份小幅上涨 0.3 个百分点；基建投资（不含电力）累计同比增长 3.7%，小幅上涨 0.4 个百分点。按照单月份数据来看，10 月份全国基建投资（不含电力）同比增长 6.66%，环比大幅增长 8.48 个百分点，基建政策托底效果较为明显。

图 3：10 月份全国固定资产投资增速开始复苏



资料来源：Wind、招商证券

图 4：10 月份基建（不含电力）投资开始向好



资料来源：Wind、招商证券

对比年初至今历次中央经济会议和基建补短板政策,中央经济会议7月份确立“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”政策基调下,基建补短板政策不断落地。9月份,国家发改委举办《加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资》新闻发布会;从统计局数据来看,国内基建投资开始回暖,基建投资增速拐点已至。

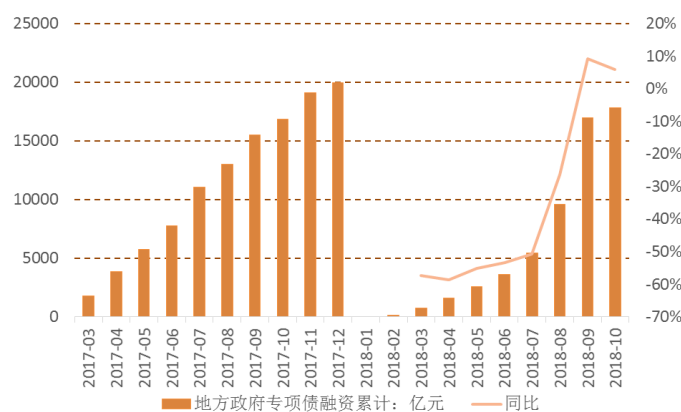
表 1: 基建投资稳增长政策汇总

日期	部门	详细内容
2月	中央政治局会议	保持宏观政策连续性稳定性,实施好积极的财政政策和稳健的货币政策;深入推进供给侧结构性改革,坚决打好三大攻坚战;实施乡村振兴战略,扩大消费和促进有效投资
4月	中央政治局会议	全力打好三大攻坚战,同时坚持积极的财政政策取向不变,保持货币政策稳健中性。要深化供给侧结构性改革,加强关键核心技术攻关,继续简政放权,减税降费,降低企业融资、用能和物流成本。实施好乡村振兴战略。要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展
7月	中央政治局会议	当前经济稳中有变,坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策,财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用,做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。把补短板作为当前供给侧结构性改革重点任务,加大基础设施领域补短板的力度。坚定做好去杠杆工作,把握好力度和节奏。解决好房地产市场问题,合理引导预期。
9月	国家发改委	国家发改委就加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资有关情况举行发布会,确立精准聚焦短板领域、建立补短板协调机制、推进补短板重大项目储备、加快推进前期工作和项目开工建设、加快落实补短板重点任务等。
10月	中央政治局会议	经济下行压力有所加大,部分企业经营困难较多,长期积累的风险隐患有所暴露。实施好积极的财政政策和稳健的货币政策,做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作,有效应对外部经济环境变化,确保经济平稳运行
10月	国务院办公厅	印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》,聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板,加强重大项目储备、加快前期工作和开工建设、保障在建顺利实施、加强地方专项债券资金和项目管理、加大在建项目和补短板金融支持力度、合理保障融资平台公司正常融资需求等

资料来源:政府网站、招商证券

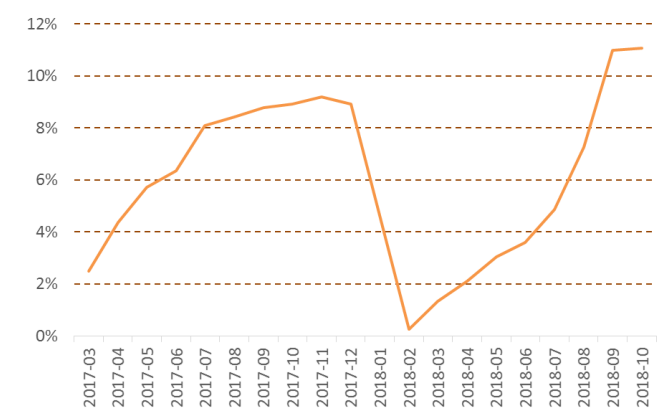
基建政策回暖、补短板项目金融支持力度增大,地方政府专项债券融资规模持续快速提升,截止10月份同比大幅增长5.88%,扭转下滑态势。从社会融资规模来看,地方政府专项债券占比快速抬升,9月份以来增速特别明显,当前占比已超历史同期水平。

图 5: 地方政府专项债券累计值及同比



资料来源: Wind、招商证券

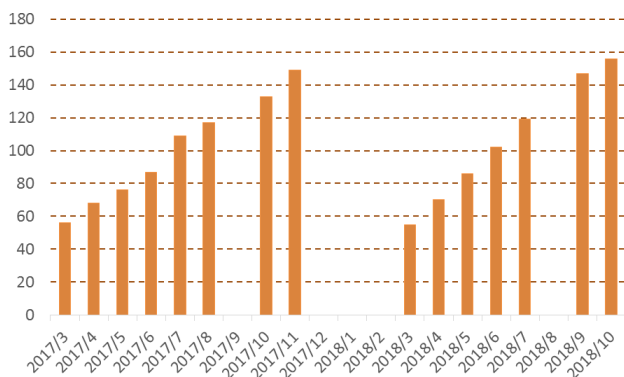
图 6: 地方政府专项债券占社融比重



资料来源: Wind、招商证券

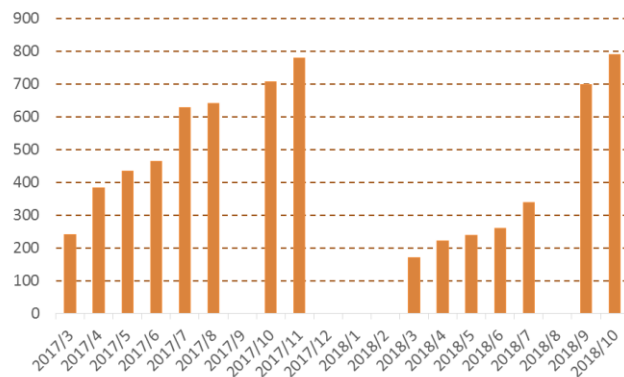
从国家发改委审核批准项目个数和投资金额来看，9月份以来，国家发改委审核批准的重大资产投资项目数量开始加速，其中审批投资额大幅增长。截止10月份，全国共审核批准项目投资额7895亿元，同比大幅增长11.72%。考虑到项目审批主要集中在9月和10月份进行，稳投资、稳预期等经济托底政策开始发力。

图7：国家发改委审核批准项目数



资料来源：CEIC、招商证券

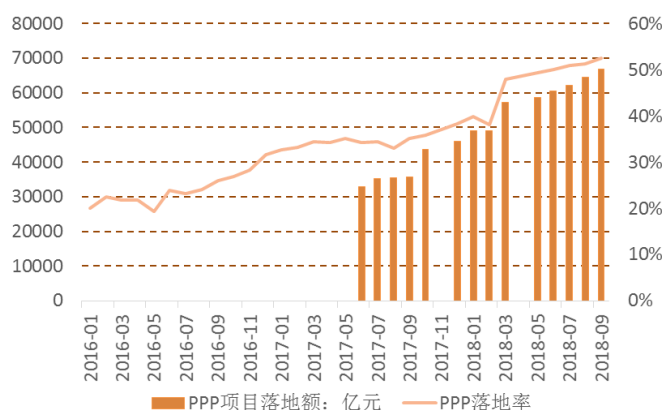
图8：国家发改委审核批准项目投资额（十亿元）



资料来源：CEIC、招商证券

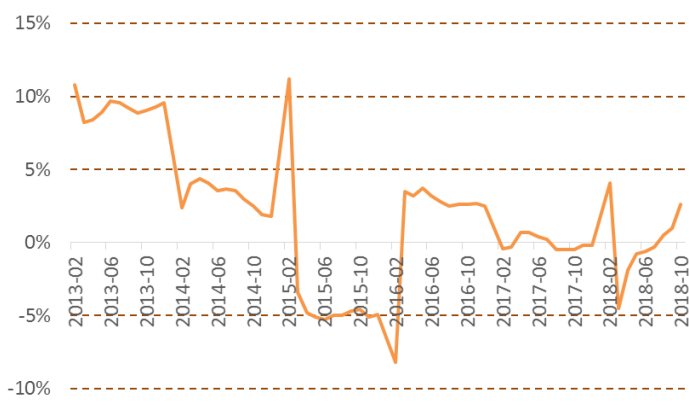
此外，国内PPP项目落地金额及落地率也在持续上升。截止10月份，全国PPP项目落地金额66875亿元，增速有所扩大；PPP项目落地率上升至52.14%，较年初大幅抬升12.57个百分点。受益项目落地速度加快和资金配套支撑，国内基建回暖抬升水泥需求，前10月水泥产量累计同比增长2.9%，增速进一步加快，其中单10月水泥产量同比增长13%，基建投资托底成效显著。结合宏观组和建筑组观点，积极的财政政策和稳健的货币政策稳定基建投资预期，依托基建高投资拉动经济或不可见，国内去杠杆仍将延续，19年水泥需求有望仍以持稳为主。

图9：国内PPP项目落地金额及落地率



资料来源：Wind、招商证券

图10：国内水泥产量累计同比



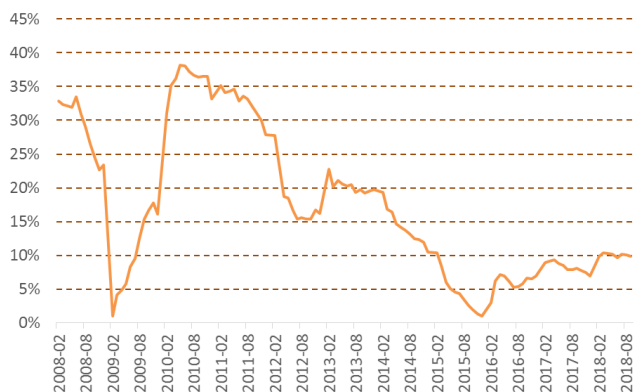
资料来源：Wind、招商证券

1.2 地产投资相对高位，新开工有望延续韧性

1-10月份，全国房地产开发投资完成额累计同比增长9.7%，投资增速进一步下滑；相较去年同期水平，国内地产投资累计增速同比提升1.9个百分点，国内地产投资仍处相

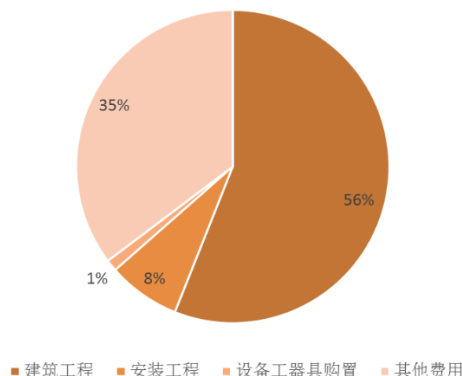
对高位。按投资构成分，建筑工程占比高达 56%，其他费用占比 35%，安装工程和设备购置占比较低；考虑到其他费用中土地购置费用占比接近 90%，土地成本在房地产开发投资中占比较大。

图 11：全国房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：Wind、招商证券

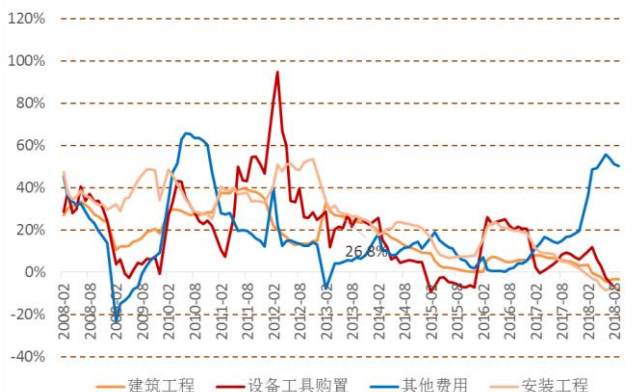
图 12：全国房地产开发投资额按构成划分



资料来源：Wind、招商证券

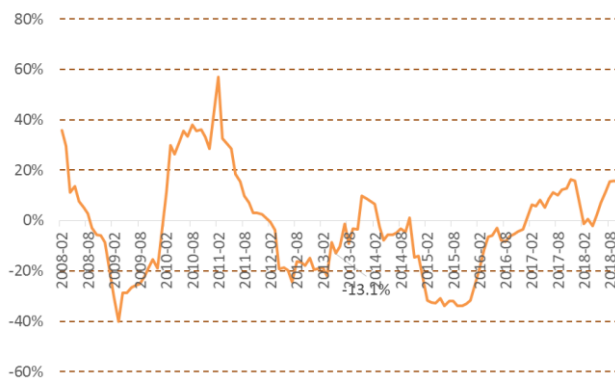
具体构成来看，1-9 月份全国房地产投资额中建筑工程累计领域同比下滑 3.4%，安装工程和设备购置下滑幅度更大；其他费用大幅增长 50.3%，增速依然保持高位。从全国房地产土地购置面积来看，1-10 月份累计同比增长 15.3%，仍处近年来高位水平。

图 13：房地产开发按构成投资增速



资料来源：Wind、招商证券

图 14：房地产开发土地购置面积累计同比



资料来源：Wind、招商证券

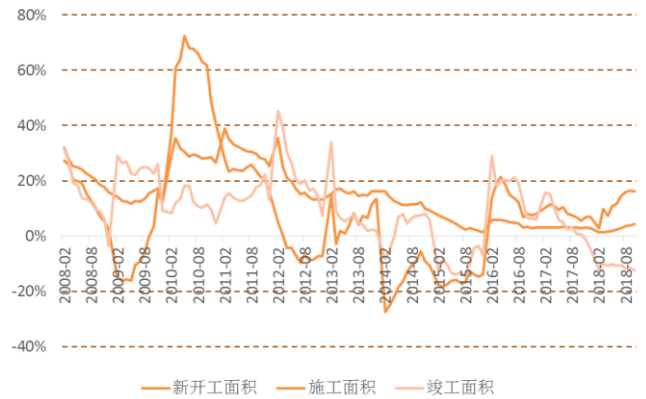
房地产政策调控仍在延续，“住房不炒”背景下国内地产限购政策仍未有明显放松迹象，全国房地产销售面积累计增速持续下行。1-10 月份，全国房地产销售面积累计同比增长 2.2%，较 1-9 月份进一步下滑 0.7 个百分点；其中，期房销售面积累计同比增长 9.8%，增速小幅下行 0.4 个百分点。考虑到宏观经济去杠杆仍在持续，2017 年以来的地产开发商较高的土地购置投入和较大的期房销售规模，地产开发商融资成本和土地周转成本抬升刺激项目提高周转速度，夯实 19 年地产施工周期。1-10 月份，全国房地产新开工面积累计同比增长 16.3%，较 1-9 月份小幅下滑 0.1 个百分点；施工面积累计同比增长 4.3%，小幅抬升 0.4 个百分点；房地产竣工面积累计同比下滑 12.5%，下滑速度进一步扩大 1.1 个百分点。

图 15: 全国房地产销售面积累计同比



资料来源: Wind、招商证券

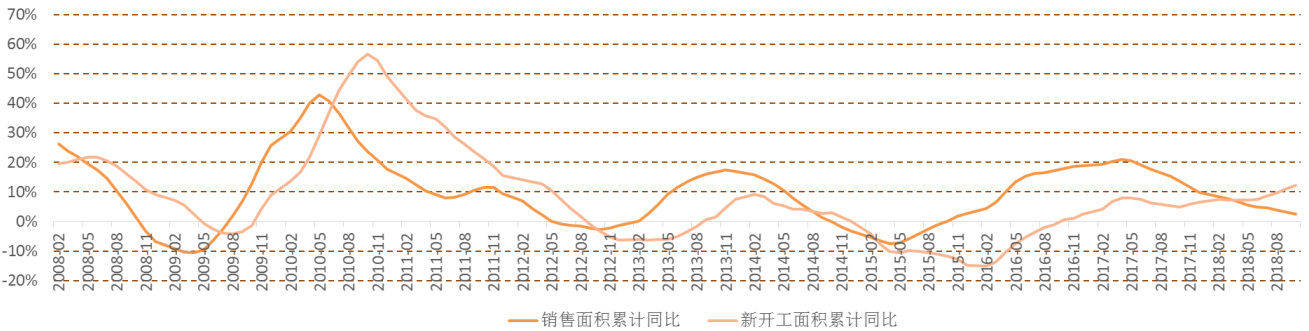
图 16: 全国房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: Wind、招商证券

结合地产组观点,短期调控稳房价和提速长效机制,本轮地产投资新开工面积增速和呈现一定的背离,这与房地产行业三四线城市供给侧改革有关联。目前,一线和重点二线销量已经见底回升,部分重点城市房价已见底回升。为更好的分析销售和开工间的关系,我们以最近 12 个月的销售面积和新开工面积为基准计算平滑后的同比增速,地产销售面积增速和新开工面积增速具有较强的指引作用。我们认为,房地产长效机制下,19 年销售和开工的时间和空间有望缩窄,房地产新开工面积有望跟随销售面积前高后低,新开工有望维持韧性,地产新开工增速有望保持正值。

图 17: 房地产销售面积和新开工面积累计同比 (12 月平滑)



资料来源: Wind、招商证券

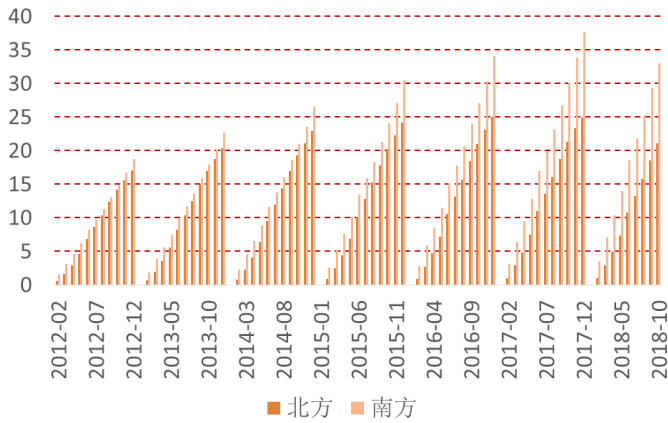
二、水泥板块: 区域分化加剧, 龙头强者恒强

2.1 区域分化态势延续, 继续看多南方水泥需求

水泥需求主要来自基建投资、房地产开发和农村市场等固定资产投资需求,三大市场分别占据水泥 1/3 的市场需求。作为短距离运输产品,水泥的销售半径基本上在 200 公里左右,区域的供需结构对于水泥市场影响更大。延续我们在半年度策略中的判断,继续以秦岭淮河为界分别统计南方和北方的固定资产投资情况。2014 年至今,南北方增速差持续扩大,南方地区投资增速持稳平抑是维持全国固定资产投资下降速度趋缓的主要因素,南强北弱格局短时间内有望持续。根据我们上一章节的判断,固定资产投资和基

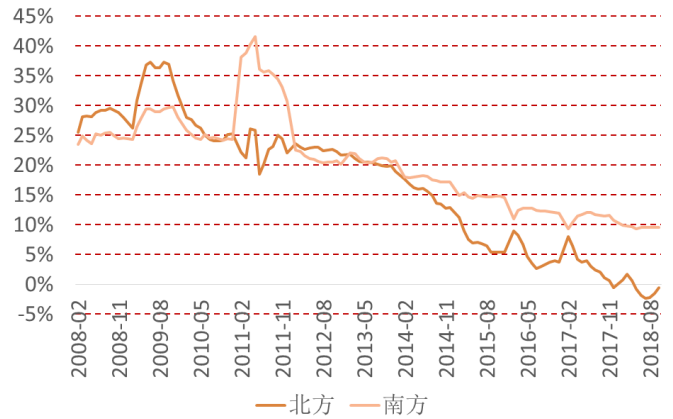
建投资增速跌至历史低点后拐点呈现，基建补短板下南北方投资进一步下滑的概率较低。作为拉动经济的主要动能，基建投资特别是南方地区基建投资复苏有望带动水泥需求稳中有升，南北分化格局有望延续，华东、中南和西南等区域需求不悲观。

图 18：南方和北方固定资产投资总额（万亿元）



资料来源：Wind、招商证券

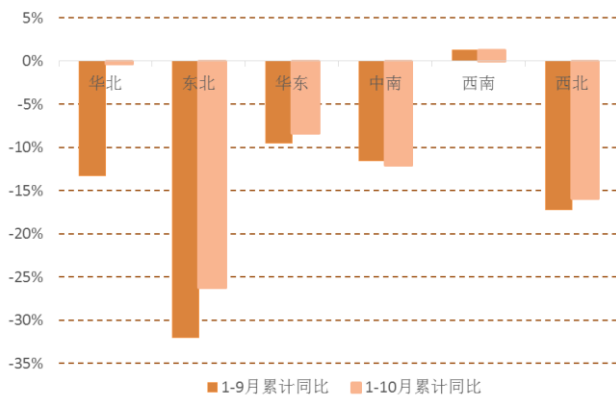
图 19：南方和北方固定资产投资增速（累计）



资料来源：Wind、招商证券

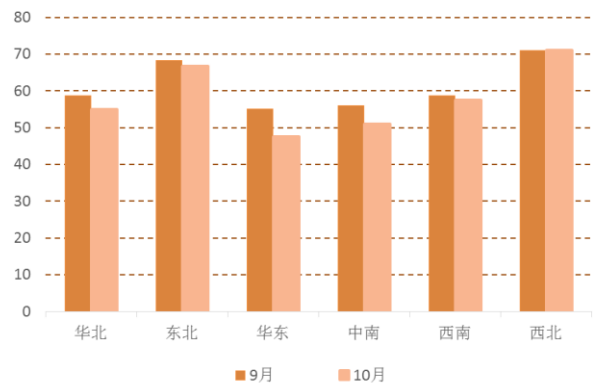
截止 10 月份，全国水泥累计产量 17.95 亿吨，同比增长 2.6%。各区域水泥产量分化较大，其中东北、西北下降幅度较大，西南地区需求最好。需要关注的是，华北地区 10 月份水泥产量大幅增长，基建稳投资推动项目开工进程加快，利好上游水泥市场。

图 20：1-9 月和 1-10 月年各区域水泥产量累计同比



资料来源：Wind、招商证券

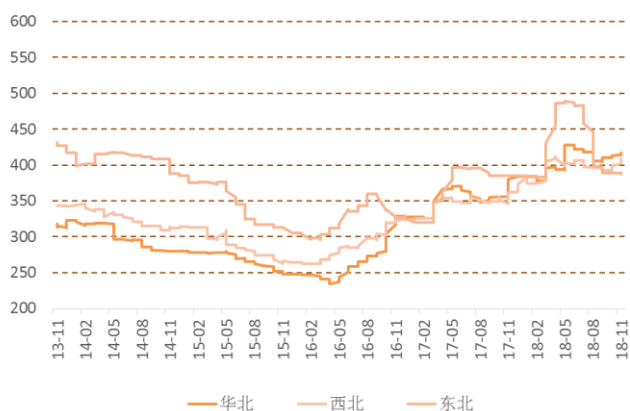
图 21：9 月和 10 月底各区域熟料库容比（%）



资料来源：中国水泥网、招商证券

华东和中南地区水泥产量下滑，我们认为主要是受到产能限制因素影响。对比北方区域和南方区域水泥价格走势来看，华东、中南和西南地区水泥价格明显高于华北、西北和东北地区。价格上涨推升了行业盈利能力，除非受到不可抗力，满产满销则为各水泥企业的优先选择。从熟料的库容比来看，华东和中南地区 10 月份熟料库容相较 9 月份而言下滑幅度较大，中南地区水泥产量下滑的同时熟料库存也在下行，供给端的影响是此现象与常识背离的主要原因。综合基建投资和地产投资的判断，我们对 19 年国内水泥需求仍维持中性偏乐观，华东、中南和西南地区水泥需求有望趋稳或小幅上涨；西北和华北地区需求量仍需关注下游基建投资进程，精准扶贫和西部补短板下基建落地速度存在加快潜力，有望推动局部市场需求逆转。

图 22: 北方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

图 23: 南方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨)

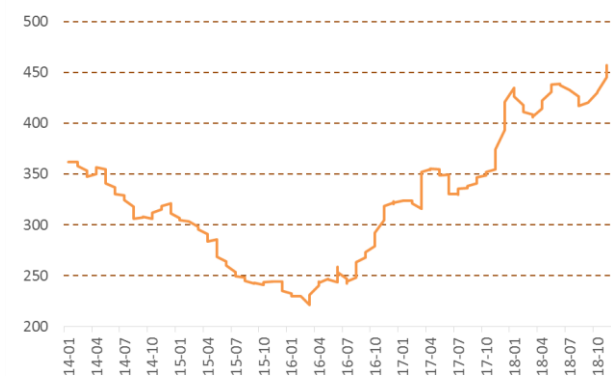


资料来源: Wind、招商证券

2.2 供给收缩逻辑延续，政策差异化彰显龙头优势

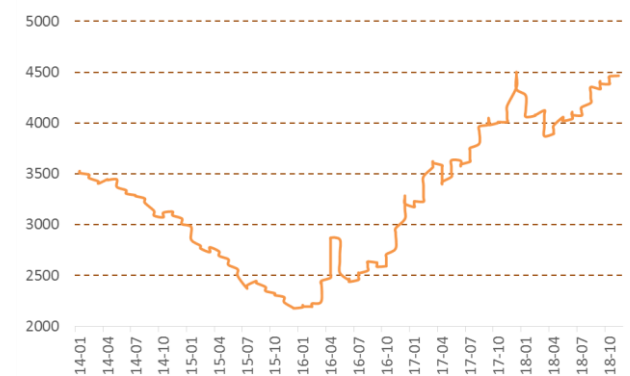
错峰生产政策最早起源于 2014 年冬季的新疆地区，产能严重过剩情况下行业自发推动协同降产以扭转行业价格厮杀格局。十八大以来，环境保护和青山绿水成为政策关注的重点，京津冀及周边地区秋冬季空气污染严峻，钢铁、水泥、居民取暖等煤耗燃烧排污加剧了空气质量的严峻性。**2016 年开始，国家环保力度的增强加速了京津冀及周边地区秋冬季协同限产的力度，错峰常态化政策孕育而生。**根据我们半年度策略报告，对比 2016-2017 年错峰政策，错峰生产从范围、时长、力度来讲不断加码。截止 2018 上半年，已公布的错峰政策来看，错峰存在较大概率再超 17 年力度。**水泥和钢铁行业供给端的收缩大幅扭转行业供需格局，供需紧平衡下水泥、砂石、钢铁等建材价格大幅飙升。**

图 24: 全国 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

图 25: 全国螺纹钢 (φ 25mm) 均价 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

水泥、砂石、钢材等建材原材料价格上涨大幅抬升下游建筑成本，环保“一刀切”政策引发的厂区关停、工地停工影响宏观经济运行。2018 年 9 月，生态环境部、发展改革委、工业和信息化部等 12 部委和京津冀晋鲁豫等 6 省市联合印发《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，环保一刀切政策得到纠正。根据方案内容，秋冬季环保攻坚给予地方政府更大的灵活性，对排放绩效达到环保标杆的企业可不予限产。随后，山东、山西、山东、河南和长三角环保攻坚政策均呈现放松迹

象。

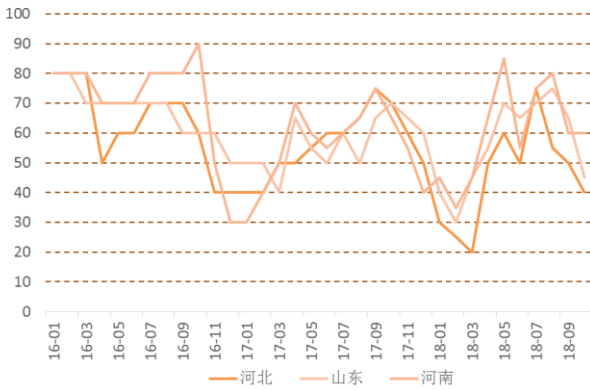
表 2：主要区域秋冬季错峰生产政策对比

地区	今年秋冬季政策	今年时长	去年秋冬季政策	去年	对比
河北省	邯郸不停，其余未公布		2017.11.15-2018.03.31	4 个月	放松迹象
山西省	2018.11.01-2019.03.31	权限下放地级市，2-3 月不等	2017.11.01-2018.03.31	4 个月	放松迹象
内蒙古	2018.11.15-2019.03.15	4 个月	2017.11.15-2018.03.15	4 个月	不变
河南省	2018.11.15-2019.03.15	4 个月（1-2 月有豁免比例）	2017.11.15-2018.03.15	4 个月	放松迹象
山东省	2018.11.15-2019.03.15	除通道以外，权利下放到地级市	2017.11.15-2018.03.15	4 个月	倾向放松
长三角	2018.11.01-2019.02.28	意向差异化错峰		局部城市	相较意见稿放
辽宁省	2018.11.01-2019.03.31	至少 5 个月，计划增加 1 个月	2017.11.01-2018.04.15	5-6 个月	意向收紧
吉林省	2018.11.01-2019.03.31	至少 5 个月，计划增加 1 个月	2017.11.01-2018.03.31	5 个月	意向收紧
黑龙江	2018.11.01-2019.04.20	6 个月	2017.11.01-2018.03.31	5 个月	收紧
陕西省	2018.11.15-2019.03.15	4 个月	2017.11.15-2018.03.15	4 个月	不变
甘肃省	2018.11.01-2019.03.10	90 天	2017.11.01-2018.03.15	90 天	不变
青海省	2018.12.06-2019.04.05	4 个月	2017.12.01-2018.03.31	4 个月	不变
宁夏	2018.12.01-2019.03.10	123 天	2017.12.10-2018.03.20	123 天	不变

资料来源：数字水泥网、招商证券

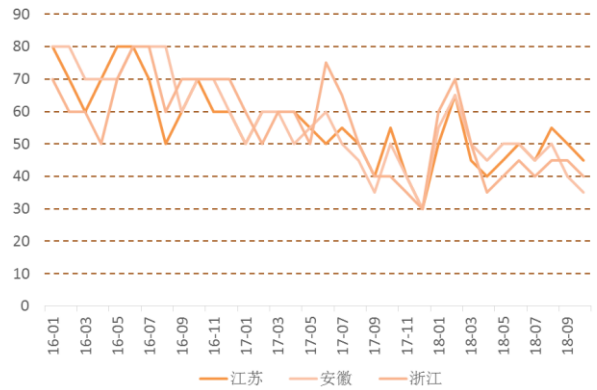
对标去年错峰政策，京津冀及周边地区政策有所放松；长三角地区最终方案虽较意见稿有所放松，区域系统性的错峰政策对总体供给仍呈压制状态。对比华北三省河北、山东和河南以及华东三省江苏、安徽和浙江地区的熟料库容比，以上区域熟料库容比三季度开始均快速下滑。截止 10 月底，除河南地区库容比在 60% 相对较高外，其余地区均在 40% 左右。受到下游需求向好、临时性限产政策影响，安徽省熟料库容比低至 35%，大幅低于去年 50% 的水平。我们认为，华北和华东地区存在一定比例的企业熟料空库佐证了供给端的收缩仍在延续，需求端的向好进一步加速了行业库容的下行。

图 26: 华北地区主要省份熟料库容比 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 27: 华东地区主要省份熟料库容比 (%)



资料来源: Wind、招商证券

政策的差异化也增加了龙头公司的竞争力, 具备技术和资金实力的企业有望受益。截止目前, 广东省、湖北省、山西省、浙江省、河南省以及江苏部分城市先后要求水泥工业执行特别排放限值, 其中河南省率先完成特别排放标准的实施。根据各地区大气攻坚方案, 具备排污标杆的龙头企业可以不错峰, 这将显著提升龙头企业秋冬旺季下的产销规模。此外, 随着排污标准的愈发严格, 超低排放标准的实施将进一步增强龙头企业竞争力。

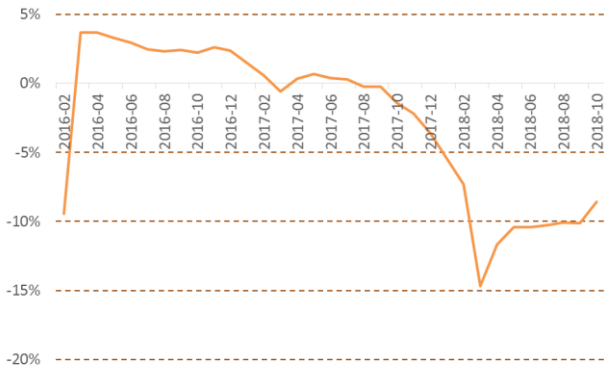
表 3: 水泥工业排放标准对比 (mg/m3)

区域	政策文件	NO	SO	颗粒物
全国	《水泥工业大气污染物排放标准》	400	200	30
山东	《山东省建材工业大气污染物排放标准》	400	100	30
河北	《河北省水泥工业大气污染物排放标准》	400	100	30
特别排放限值		320	100	20
超低排放标准		100	50	10

资料来源: 新闻资料、招商证券

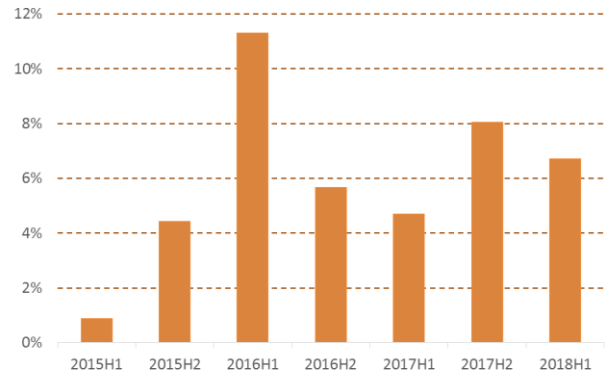
根据国家统计局公布的各省份水泥产量数据, 我们计算全口径下全国水泥产量同比下滑幅度较大, 1-10 月份累计下滑 8.57%; 对标规模以上企业, 同期全国水泥产量累计同比增长 2.6%。根据我们半年度策略的判断, 矿山整治、淘汰落后和差异化错峰政策压缩中小产能生存空间, 水泥需求向头部企业集中。对比全国水泥龙头海螺的销量增速来看, 上半年海螺水泥销量同比增长 6.72%, 大幅跑赢规模以上企业。我们认为, 随着绿色矿山政策落地、排放标准愈发严格和中小产能退出影响, 龙头公司市占率有望进一步提升。

图 28：全口径下全国水泥产量累计增速



资料来源：Wind、招商证券

图 29：海螺水泥半年度水泥销量增速



资料来源：公司公告、招商证券

2.3 观点综述

我们认为，积极的财政政策有望托底基建投资，基建政策回暖提升水泥需求，区域需求差异化有望延续，19 年水泥需求有望以持稳或小幅上升为主。区域间的分化有望延续，南强北弱格局难以扭转，看多华东、中南和西南地区水泥需求，关注华北、西北投资反转潜力。因此，我们延续半年度策略对行业的分析，我们认为行业供给收缩逻辑有望延续，具备定价权和发展权的龙头公司有望持续受益，同时建议关注区域投资潜在超预期标的。

海螺水泥（600585.SH）：华东地区绝对龙头，江浙皖市占率 32%，与南方水泥成立子公司提升定价权，深度布局骨料业务有望推动业绩中枢持续抬升；

华新水泥（600801.SH）：布局中南、深耕西南，基建复苏利好水泥需求，一体化龙头有望量价齐升；

祁连山（600720.SH）：深度布局甘青两省，基建补短板有望提升水泥需求，水泥价格洼地具备更大弹性；

冀东水泥（000401.SZ）：京津冀区域龙头公司，关注区域需求向好推动的销量抬升；

三、玻璃板块：需求预期持稳，关注冷修周期

3.1 供给收缩不及预期，新增产能供需宽松

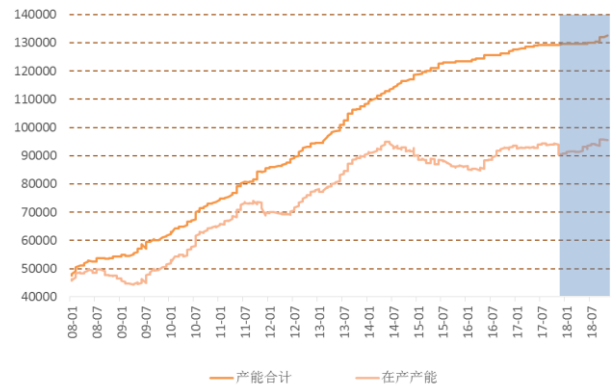
正如我们半年度策略所述，玻璃和水泥行业的分化行情仍在持续，玻璃生产工艺的刚性和新增产能释放削弱行业景气。对标玻璃均价和库存走势，两者走势高度相反。2017 年底，沙河地区因排污许可证关停 9 条浮法玻璃产线，压缩区域产能超过 20%。供给端的收缩加强了玻璃价格超预期的潜力，对于其他排污不达标企业关停存在预期。供给乐观情绪加快了下游深加工企业和贸易商订货积极性，玻璃价格走势与库存走势高度相同。随着行业新增产能的持续释放，需求持稳下玻璃价格高位震荡，上涨动力不足。

图 30: 全国玻璃均价和库存走势



资料来源: 玻璃信息网、招商证券

图 31: 全国浮法玻璃在产产能 (万重箱)



资料来源: 玻璃信息网、招商证券

随着政策差异化落地, 行业关停进程放缓。截止 11 月中旬, 行业关停产线仅为沙河鑫利二线、沙河元华二线、沙河迎新三线, 市场预期关停的鑫利三线和鑫利四线关停进展不及预期, 关停力度远低于去年同期。此外, 行业新建产线投产已利空整体供需结构; 截止目前, 全国新建产线投产 1710 万重箱, 超过去年同期水平。

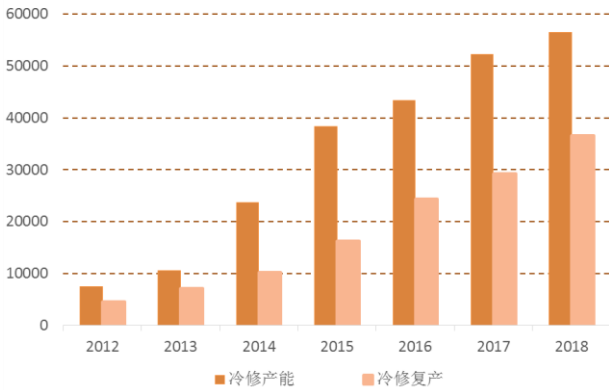
表 4: 玻璃行业关停和新建产能明细

关停/新建产能明细	地理区位	产能(t/d)	关停/投产时	主要原因
沙河鑫利玻璃二线	河北沙河	550	2018.08.14	无排污许可证
沙河元华二线	河北沙河	1000	2018.08.17	环保限产 15%
沙河迎新二线	河北沙河	450	2018.08.22	园区搬迁
沙河迎新三线	河北沙河	500	2018.09.23	园区搬迁
福耀本溪玻璃有限公司一线	辽宁	500	2018.06.28	新建投产
湖北明弘三线	湖北	400	2018.08.13	新建投产
云南一鑫玻璃有限公司	云南	350	2018.08.16	新建投产
福耀本溪玻璃有限公司二线	辽宁	600	2018.09.18	新建投产
湖南郴州旗滨一线	湖南	1000	2018.09.28	新建投产

资料来源: 玻璃信息网、招商证券

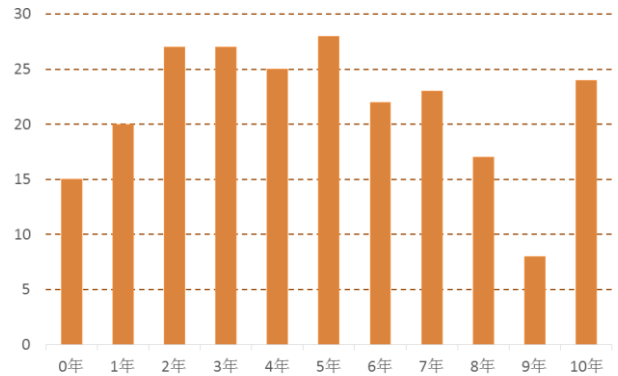
2017 年至今, 玻璃价格高位震荡, 行业高景气加快了冷修产能复产并延缓了整体冷修进度。截止 11 月中旬, 玻璃行业全年冷修产能 4320 万重箱, 仅为去年一半水平; 冷修复产产能 7446 万重箱, 为去年全年的 155%。考虑到近 2 年的产能景气周期, 行业内新增复产产能有望逐渐减少; 同时, 投产时间长但尚未冷修的产能冷修进展有望加快。根据我们统计的全国在产产线的投产时长, 8 年以上的产线有 49 条, 合计产能 28810t/d。考虑到玻璃生产工艺的特性, 玻璃窑炉通常在投产 8 年左右需要更换耐火材料, 长期不冷修增加安全风险。因此, 随着投产时间的逐步延长, 行业冷修进程有望加快; 考虑到年初至今行业冷修进程有所放缓, 19 年行业景气维持的情况下冷修进程有望加快, 密切关注行业大规模冷修潮有望缓解当前市场景气悲观预期。

图 32: 全国浮法玻璃冷修和复产产能对比 (万重箱)



资料来源: 玻璃信息网、招商证券

图 33: 国内浮法玻璃产线按投产时长划分

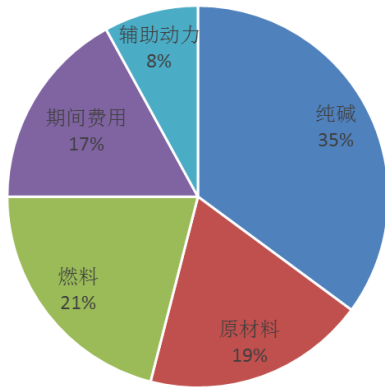


资料来源: 玻璃信息网、招商证券

3.2 成本上涨支撑价格，库存有望缓慢下滑

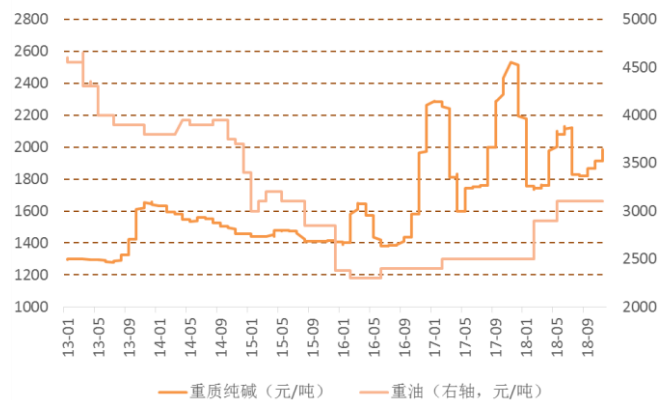
玻璃产线窑炉作为连续规模化生产，原料和燃料成本占比较大；一般情况下，硅砂等原材料成本占比 19%、纯碱成本占比 35%、燃料成本占比 21%。成本端价格波动对于行业盈利能力影响较大；一般而言，单重箱玻璃需要使用纯碱 10kg 左右，纯碱价格上涨 100 元将增加玻璃成本 1 元/重箱。参考化工组观点，玻璃作为纯碱最重要的需求来源，玻璃产能温和扩张提升纯碱需求量、环保整治降低纯碱行业开工率水平，纯碱价格有望再度走高，有望对玻璃价格形成较强支撑。

图 34: 玻璃主要成本占比



资料来源: 招商证券

图 35: 纯碱和重油价格走势



资料来源: 玻璃信息网、招商证券

根据第一章关于地产投资的判断，我们认为 19 年国内地产投资仍以持稳为主，新开工面积增速前高后低，地产投资具备韧性，玻璃需求有望仍以持稳为主。受到供给端产能缓慢抬升影响，主要省份当前库存水平相较于去年同期仍较高。考虑到华北地区淡季临近，玻璃需求整体转弱，玻璃库存有望缓慢抬升。考虑到成本端的支撑，玻璃价格下跌空间有限，玻璃纯碱价差有望小幅下滑后趋稳。我们认为，当前玻璃市场预期较差，库存由经销商向玻璃企业靠拢，整体库存存在虚高的可能性；基于一季度淡季需求弱化，库存再次走高在所难免；预计成本端的抬升推动玻璃价格企稳，库存有望逐步在 2-3 季度得到消化。

图 36: 玻璃纯碱价差走势 (元/重箱)



资料来源: 玻璃信息网、招商证券

图 37: 国内主要省份浮法玻璃库存规模 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯、招商证券

3.3 观点总结

根据我们在 18 年半年度策略中对水泥和玻璃周期的判断, 存量市场博弈下水泥和玻璃景气分化为大趋势; 年初至今, 水泥和玻璃分化走势进一步印证了我们的判断。基于当前行业演绎判断, 我们认为玻璃行情有望在 19 年春节后开始转暖, 地产不悲观下玻璃需求有望稳步抬升, 库存逐步回落利好价格小幅上行。当前, 行业悲观预期下龙头公司估值受到较大压制, 建议关注充分受益华东和中南地区具备较大需求支撑的玻璃龙头旗滨集团、南玻 A 和信义玻璃。

四、玻纤板块: 利空逐步落地, 龙头优势凸显

4.1 利空因素逐步落地, 玻纤价格小幅回落

年初至今, 玻纤板块回撤幅度较大, 基于对中美贸易摩擦削弱出口和新增产能投产压制玻纤价格的担忧, 玻纤板块估值持续回落。截止 11 月 10 日, 玻纤 PE 和 PB 分别为 13.84 和 14.58, 龙头估值大幅下行。

图 38: 申万玻纤板块 PE-TTM



资料来源: Wind, 招商证券

图 39: 申万玻纤板块 PB



资料来源: Wind、招商证券

龙头新增产能有序投放，中小产线有效产能低于预期。年初至今，中国巨石、长海股份等龙头公司先后冷修投产和新建投产产能 61 万吨，此外还包括内江华原、江西元源和河南光远等 3 条产线投产。从整体供给来看，大企业新增有序，小企业由于资金和技术问题有效产能投放低于预期。

表 5：2018 年至今玻纤行业产能扩产明显

公司	类别	点火时间	详细内容
中国巨石	新建投产	2018.2.28	九江 12 万吨产线点火投产
长海股份	冷修复产	2018.3.31	长海 3 万吨冷修扩产到 5.5 万吨
中材金晶	新建投产	2018.5.8	淄博中材庞贝捷金晶 8 万吨产线建成投产
四川威玻	冷修复产	2018.5.18	威玻四期冷修扩展 2 万吨
内江华原	新建投产	2018.5.20	内江华原电子材料 4.5 万吨投产
江西元源	新建投产	2018.5.21	江西元源新材料 5 万吨无碱玻纤建成投产
中国巨石	冷修复产	2018.5.29	九江 7+8 万吨产能冷修扩产到 20 万吨
长海股份	冷修复产	2018.5 月底	长海 7 万吨冷修扩产到 8.5 万吨计划复产
河南光远	新建投产	2018.8.9	三期 5 万吨电子纱建成投产
重庆玻纤	冷修复产	2018.8.15	F05B 线，2015 年 9 月冷修，复产扩充到 10 万吨
中国巨石	新建投产	2018.8.21	桐乡智能制造基地 15 万吨玻璃纤维生产线胜利点火

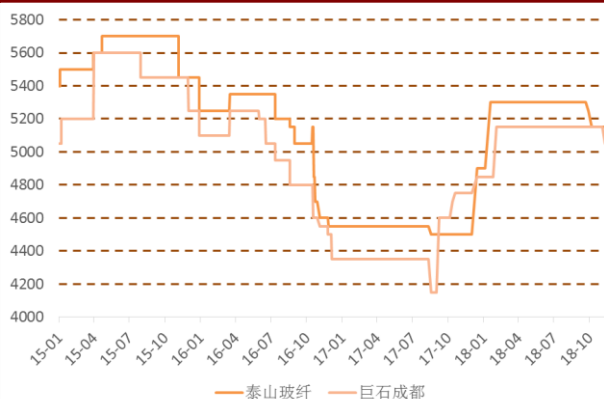
规划玻纤新建和冷修复产汇总：

中国巨石	新建投产	预计 2018 四季度	桐乡基地细纱一期 6 万吨有望建成投产
江西大华	冷修复产	预计 2018 年底前	江西大华 2 号线 6 万吨预计冷修复产
江西大华	冷修复产	预计 2018 年底前	江西大华 1 号线 4 万吨预计冷修复产

资料来源：卓创资讯、公司公告、招商证券

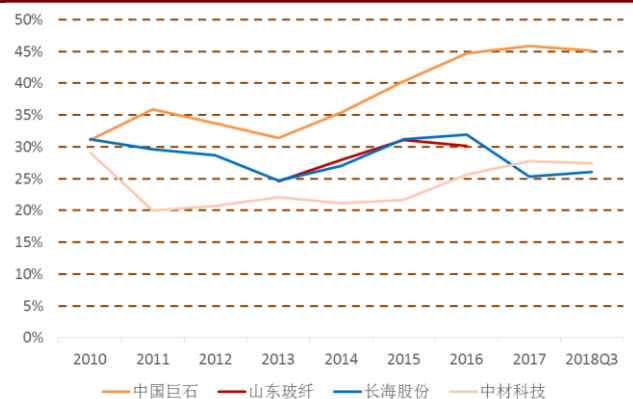
年初至今，玻纤价格持稳波动，行业龙头巨石、中材、长海毛利率小幅波动。11 月初至今，玻纤价格下调 100-200 元不等，贸易摩擦开始显现和中小产能持续投放或是主因。

图 40：主流厂商 2400Tex 粗砂玻纤出厂价（元/吨）



资料来源：卓创资讯、招商证券

图 41：主要上市公司毛利率水平

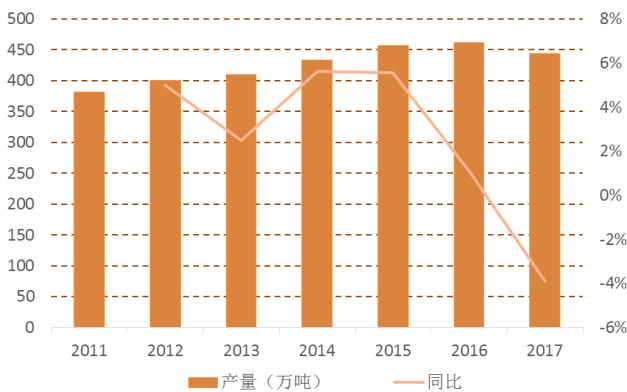


资料来源：卓创资讯、招商证券

4.2 看多下游需求升级，龙头份额有望提升

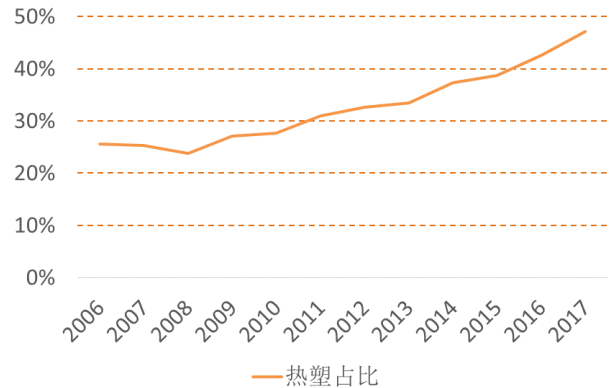
2017年，国内复合材料产量444万吨，同比下滑4.0%；其中，热固性复合材料受到环保因素影响，产量同比下滑11.74%。相比热固性复合材料，热塑性复合材料具备重量轻、抗冲击性能优和韧性好等特点，发展快于热固性复合材料；2017年，全国热塑性复合材料制品产量209万吨，同比增长6.41%。受此影响，全国热塑性复合材料占比提升4.6个百分点至47%。

图 42：国内复合材料产量及同比



资料来源：玻纤协会、招商证券

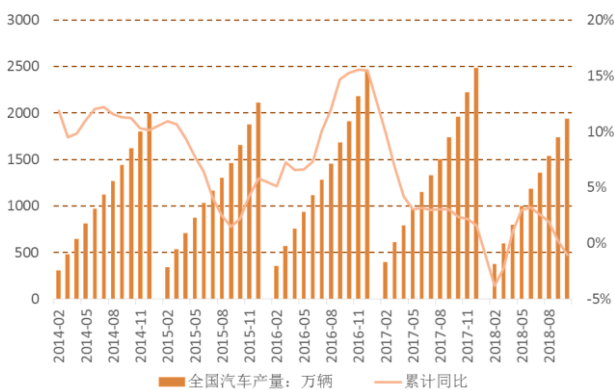
图 43：热塑性复合材料占比



资料来源：玻纤协会、招商证券

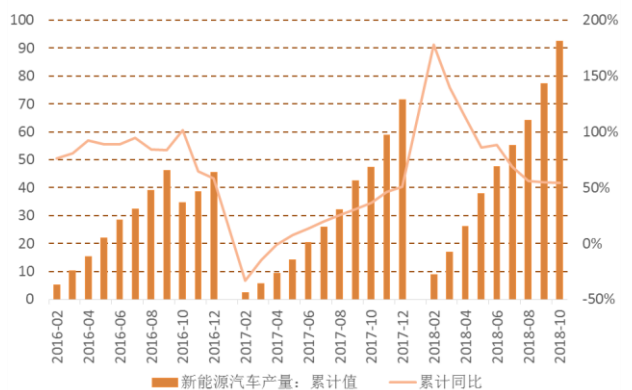
热塑性复合材料需求增长主要受到汽车轻量化、风电、电子等领域结构性产能升级影响。在汽车轻量化趋势替代材料中，热塑性复合材料密度低、强度大，耐磨、耐热、耐腐蚀，性价比高，广泛适用于汽车保险杠、地板、进气口管护板等零部件。国内乘用车产量保持高位，新能源汽车产量快速增长，汽车轻量化的推广有望增加玻纤市场需求。目前，我国整车配件中复合材料应用比例仅为8%-12%，远低于国外20%-30%的比重，汽车轻量化领域玻纤需求有望持续抬升。

图 44：国内乘用车产量及同比（万辆）



资料来源：Wind、招商证券

图 45：国内新能源汽车产量及同比（万辆）

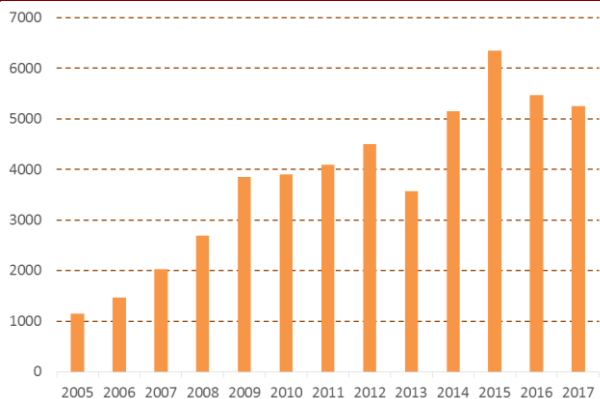


资料来源：玻纤协会、招商证券

国内和全球风电新增装机容量的抬升，利好玻纤需求释放。2017年，国内风电装机容量仅19.66GW，同比下滑16%；国内风电装机容量的下滑，主要是受弃风率较高和政策限制有关。根据《2017-2020年风电新增建设规模方案》，全国2018-2020年风电装

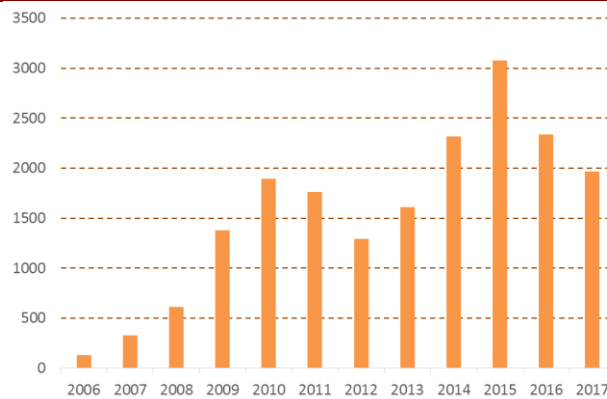
机规划 28.84、26.6 和 24.31GW。此外，西北和东北地区弃风率的下行和标杆电价下调有望推动规划在建项目加快抢装，国内风电需求有望稳步抬升。根据欧洲风能协会预测，欧洲风能装机容量将在 2020 年达到 195GW~217GW，其中均值为 204GW，年均装机容量将达到 50GW；此外，印度计划未来 3 年装机容量 30GW，全球风电装机容量有望保持稳步增长。

图 46: 全球风电装机容量 (万千瓦)



资料来源: Wind、招商证券

图 47: 国内风电装机容量 (万千瓦)

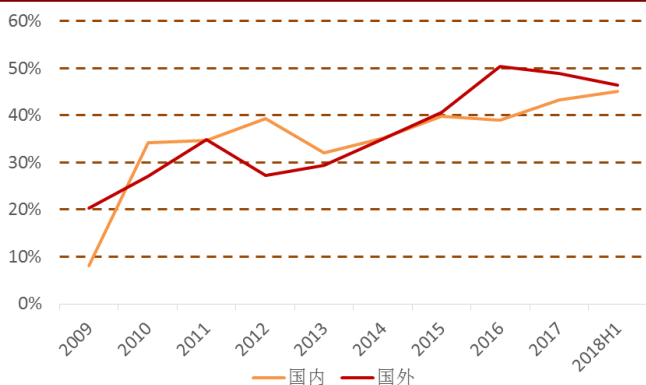


资料来源: Wind、招商证券

4.3 观点总结

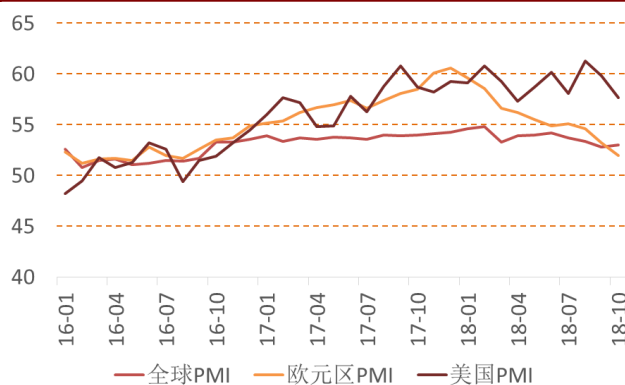
我们认为，美国经济仍处在复苏阶段，全球经济中性偏乐观；国内结构性需求提升，玻纤新增产能有望逐步消化，中长期来看玻纤价格仍将以趋稳为主。对比中国巨石在国内市场和海外出口产品的毛利率，海外盈利能力相比更高；但受到贸易摩擦因素影响，玻纤出口型企业将受到不利影响，中国巨石布局埃及 20 万吨和美国 8 万吨（19 年一季度投产）产能有望获得差异化优势，海外市场份额有望进一步提升。此外，中材科技作为短切毡和薄毡领域的细分龙头，整合打通玻纤纱、玻纤制品及玻纤复合材料的全产业链，实控人中建材亦是中国巨石控股股东，产业整合有望带来协同效应，建议关注中国巨石、中材科技。

图 48: 中国巨石国内和国外产品毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 49: 全球主要经济体 PMI

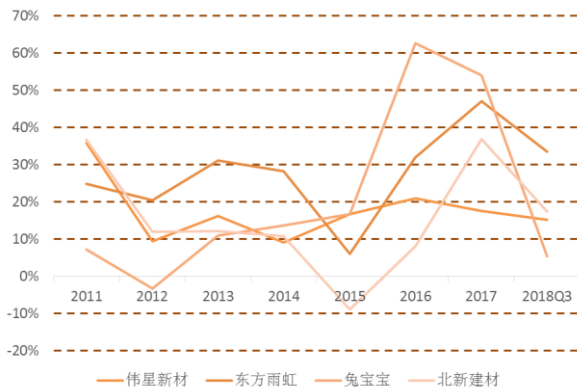


资料来源: Wind、招商证券

五、消费板块：集中驱动延续，聚焦博弈筹码

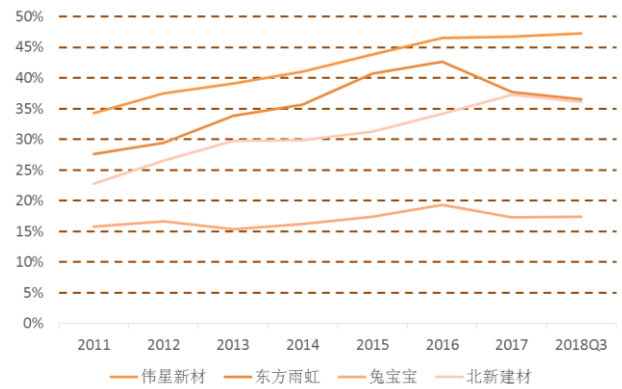
年初至今，宏观去杠杆政策仍在延续，地产投资和销售仍在下行。根据我们的判断，近2年地产开发商较高的土地购置投入和较大的期房销售规模，夯实19年地产施工周期。消费建材作为地产后周期家装材料，地产竣工交付后的装修有望带动管材、板材、防水材料等市场需求，消费建材需求不悲观、有望迎来存量市场竞争。2018Q1-3，主要消费建材龙头公司营收增速下滑幅度较大；东方雨虹、伟星新材、北新建材营收增速超过15%，其中东方雨虹营收仍保持30%以上的增速。从盈利方面来看，龙头公司具有更高的产品品质和品牌溢价，毛利率高位波动。

图 50：主要龙头公司营收增速



资料来源：Wind、招商证券

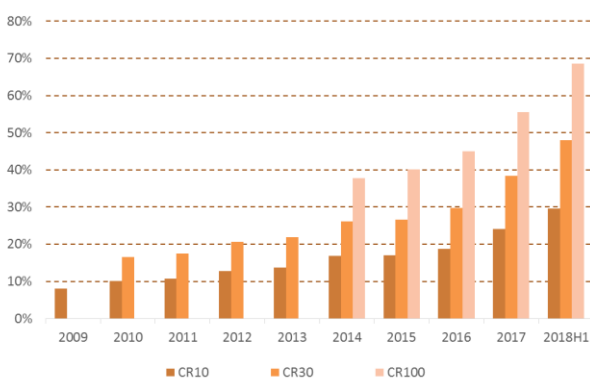
图 51：主要龙头公司毛利率



资料来源：Wind、招商证券

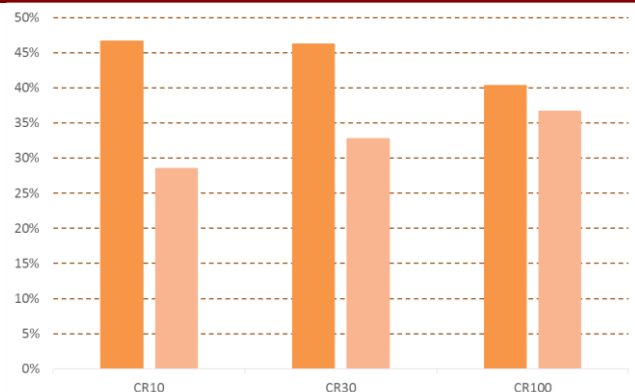
地产调控进一步推动地产集中，地产精装修有望推动龙头市占率。今年上半年，全国前10强、前30强和前100强企业销售金额占比持续提升，行业集中度进一步提升。从销售增速来看，全国地产龙头营收增速虽较2017年有所下滑，但仍显著高于全国水平。

图 52：全国房地产行业销售额占比 (%)



资料来源：Wind、招商证券

图 53：全国房地产销售金额同比 (%)

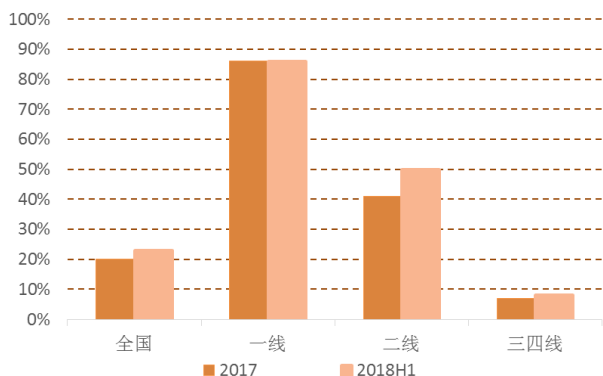


资料来源：Wind、招商证券

2018年，国内地产精装修渗透率进一步提升；上半年，全国精装修渗透率提升3个百分点至23%；一线城市精装修渗透率保持86%未变，二线城市渗透率从41%上升至50%。从规模来看，2018年上半年全国精装修房屋79.8万套，同比增长49.7%。根据奥维云网，2018年上半年家装建材产品中，橱柜、水槽、瓷砖、木地板、乳胶漆、户内门、开关插座等产品配套率超过95%，瓷砖、乳胶漆和开关插座配套率达到100%。精装修渗透

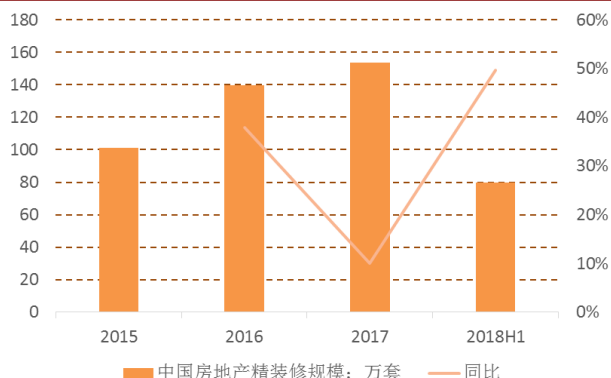
率的提升，产品品质优良、品牌知名度高、产业链完备的龙头公司有望受益，雨虹、兔宝宝、北新和伟星等精装修配套厂商有望进入市占率提升轨道。

图 54: 国内精装修市场占比



资料来源：奥维云网、招商证券

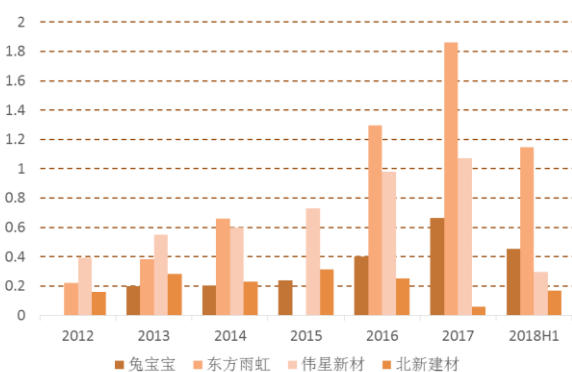
图 55: 全国精装修规模及同比



资料来源：奥维云网、招商证券

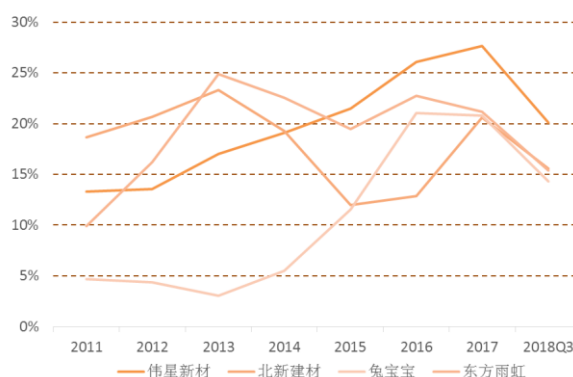
我们认为，存量市场下集中驱动仍是主逻辑，龙头公司依托资金实力能够更多的推广品牌价值。消费升级背景下东方雨虹防水品质、伟星新材星管家防漏水质保、兔宝宝及北新建材无醛健康家居等解决消费痛点，能够获得下游消费者信赖。

图 56: 消费建材主要上市公司广告投入 (亿元)



资料来源：Wind、招商证券

图 57: 消费建材主要上市公司 ROE



资料来源：Wind、招商证券

六、投资建议

基建托底政策不断加码，水泥需求量有望稳中有升；区域需求差异化延续，全国性水泥龙头有望持续受益，继续推荐海螺水泥；受到中小产能逐步投产和中美贸易摩擦因素落地，玻纤板块估值有望回升，建议关注中国巨石、中材科技；消费建材龙头集中趋势不改，关注东方雨虹和伟星新材。

1、海螺水泥：高景气有望延续，低估值有待重估

公司是全国水泥龙头，产能主要集中在江浙皖区域，公司“T”型战略深度布局华东、中南等水泥市场。**需求层面：**基建投资稳增长，1-10 月份全国基建投资（不含电力）累计同比增长 3.7%，环比开始企稳回升；全国水泥产量累计同比增长 2.6%，水泥需求不悲观。**供给层面：**行业错峰政策仍在延续，错峰差异化提升具备排污绩效标杆企业更

大的优势，龙头海螺凭借技术、资金优势环保排污处于行业领先，中小产能关停有望带来差异化竞争优势。**公司层面：**从熟料库存和价格走势来看，公司大规模熟料产能进一步提升公司在行业内定价权和发展权，深度布局骨料等业务有望提升龙头一体化竞争优势。

表 6：海螺水泥盈利预测简表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	75,311	106,830	113,745	120,450
同比增长	34.65%	41.85%	6.47%	5.89%
营业利润（百万元）	20,825	38,343	40,501	42,554
同比增长	91.64%	84.12%	5.63%	5.07%
净利润（百万元）	15,855	28,938	30,574	32,500
同比增长	85.87%	82.52%	5.65%	6.30%
每股收益（元）	2.99	5.46	5.77	6.13
P/E（倍）	9.81	5.73	5.42	5.10
P/B（倍）	1.74	1.50	1.26	1.08

资料来源：公司数据、招商证券 注：截止时间为 2018/11/25

2、中国巨石：行业利空已经出尽，龙头估值有望回归

玻纤需求受到全球经济周期影响，欧美经济基本面依然不错。**行业层面：**汽车轻量化、新能源汽车以及风能等下游需求不断释放，玻纤需求有望稳中有升；国内玻纤新增产能较大，考虑到供给主要集中在中小产能，投放速度不及市场预期。受到中美贸易摩擦因素影响，玻纤需求受到不利冲击，11月初至今国内玻纤均价有所回调。**估值层面：**玻纤作为全球化产品，贸易摩擦对于整体供需产生不利影响；中美贸易摩擦利空因素下，行业估值大幅回撤。**公司层面：**巨石作为全球最大的玻纤龙头，成本具备竞争优势；公司布局埃及 20 万吨产能，能够有效规避贸易摩擦带来的影响；美国 8 万吨项目有望明年一季度投产。随着全球贸易摩擦风险的增加，公司全球化布局带来的差异化优势更加突出。

表 7：中国巨石盈利预测简表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,652	10,220	11,876	13,452
同比增长	16.19%	18.12%	16.21%	13.28%
营业利润（百万元）	2,493	3,091	3,696	4,382
同比增长	42.99%	23.98%	19.56%	18.57%
净利润（百万元）	2,150	2,643	3,171	3,748
同比增长	41.34%	22.92%	19.99%	18.18%
每股收益（元）	0.74	0.75	0.91	1.07
P/E（倍）	22.12	13.57	11.31	9.57
P/B（倍）	3.82	2.51	2.16	1.85

资料来源：公司数据、招商证券 注：截止时间为 2018/11/25

3、中材科技：多元化布局业绩增长可期

行业层面：受益玻纤下游风电行业持续回暖，风机叶片市场需求增加；公司前三季度风

机叶片实现销量 3093MW, 国家对于风电领域的规划有望推动风机叶片需求稳步抬升; 此外, 风机叶片需求的好转也带动玻璃纤维需求抬升, 公司有望再受益。**公司层面:** 公司主要从事玻璃纤维及风机叶片等领域业务, 两者合计营收占比 92%。此外, 公司近年来重点发展锂电池隔膜产业, 1 线、2 线产能稳步抬升有望带动锂电隔膜业务成为公司第三大产业支柱。

表 8: 中材科技盈利预测简表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10,268	11,387	12,882	14,552
同比增长	14.48%	10.90%	13.13%	12.96%
营业利润 (百万元)	1,019	1,175	1,455	1,747
同比增长	197.38%	15.37%	23.81%	20.07%
净利润 (百万元)	767	923	1,147	1,371
同比增长	91.15%	20.25%	24.28%	19.54%
每股收益 (元)	0.95	0.71	0.89	1.06
P/E (倍)	27.71	11.01	8.86	7.41
P/B (倍)	2.42	1.03	0.92	0.83

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 截止时间为 2018/11/25

4、东方雨虹: 优质防水龙头, 大变革迎来大机遇

行业层面: 防水行业属于典型的大市场小公司行业, 东方雨虹作为市场第一品牌, 市占率约 10%左右; 当前, 宏观去杠杆提升下游地产开发商项目周转, 地产集中度不断提升, 优质产品供不应求、强者恒强局面有望进一步凸显。**公司层面:** 公司作为市场绝对龙头, 全国性的产能布局初步完成, 全国战略版图构建完成; 此外, 公司推进涂料、砂浆、保温材料等全产业链业务, 公司增速有望加快。**战略转型:** 近期, 公司发布战略转型方案, 打破原有大事业部制转向更加高效的决策机制; 推行全面合伙人制度, 实现公司和合伙人双赢, 增加公司核心竞争力。

表 9: 东方雨虹盈利预测简表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10,293	13,698	17,718	22,811
同比增长	47.04%	33.08%	29.35%	28.74%
营业利润 (百万元)	1,432	1,826	2,342	3,014
同比增长	30.60%	27.50%	28.29%	28.66%
净利润 (百万元)	1,239	1,592	2,052	2,626
同比增长	20.43%	28.50%	28.88%	28.00%
每股收益 (元)	1.40	1.06	1.37	1.75
P/E (倍)	28.54	12.89	10.00	7.82
P/B (倍)	5.59	2.45	1.99	1.61

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 截止时间为 2018/11/25

5、伟星新材: 多业务协同并进, 盈利持续保持高位

行业层面: “十三五”期间全国海绵城市建设、棚户区改造、城市地下管道建设等给行业带来广阔市场空间, 预计 2020 年全国塑料管道产量将超过 1600 万吨, 塑料管道市

市场占有率超过 55%；公司当前市占率约 8%左右，未来市场空间可期。**公司层面：**深度推进零售+工程双轮驱动，完善市政、房产和燃气三大工程业务。此外，公司积极布局防水、净水两大领域，凭借公司销售渠道推动多业务协同发展；前三季度，公司毛利率维持在 47.2%的较高水平，龙头公司具备较高的定价权。

表 10：伟星新材盈利预测简表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,903	4,599	5,401	6,327
同比增长	17.51%	17.84%	17.45%	17.13%
营业利润（百万元）	962	1,149	1,356	1,610
同比增长	24.31%	19.45%	18.01%	18.72%
净利润（百万元）	821	992	1,170	1,384
同比增长	22.45%	20.74%	18.03%	18.23%
每股收益（元）	0.83	0.76	0.89	1.06
P/E（倍）	21.66	19.04	16.13	13.64
P/B（倍）	5.67	5.02	4.39	3.80

资料来源：公司数据、招商证券 注：报告期为 2018/11/25

七、风险提示

1. 基建投资不及预期：基建政策落地不及预期，近期发改委批复较大体量的基建投资项目，具体落地仍有待观察；
2. 销量、价格不及预期：针对基建政策回暖的预期若资金配套无法根据，新开工项目开工进度不及预期恐影响下游需求；此外，供给端的收缩力度放缓下，需求端的下行恐削弱价格上涨预期；
3. 原材料大幅上涨风险：建材上游原材料主要是煤炭、石油、天然气等能源成本，能源价格的波动对行业盈利产生一定影响。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。