太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-04-11

行业周报

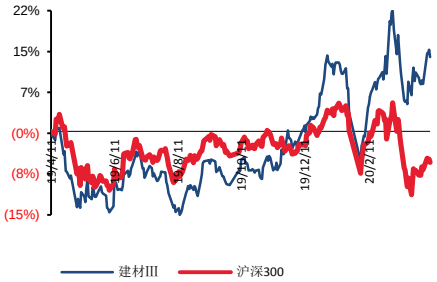
中性/维持

建材

材料 材料 II

周观点：水泥将迎涨价潮，积极做多板块

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

相关研究报告：

《旗滨集团：19Q4 业绩再创新高，2020 年开局承压不改全年成长趋势》--2020/04/09

《长海股份：短期行业承压，2020 年仍有望底部向上》--2020/04/07

《周观点：华东熟料率先提价，看好水泥基本面+估值双修复》--2020/04/05

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL：yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

水泥或迎涨价潮，积极做多板块。根据我们跟踪的情况，目前华东、华南及西南区域水泥出货率分别达到 95.5%、90%和 88.5%，各地库存出现明显下降，其中浙江省出货率达到 110%左右，超去年同期水平，安徽熟料库存降至 50%左右；我们认为，随着各地有序复工，Q1 积压的需求有望集中释放，价格也有望迎来普涨行情。而一季度国内新发行专项债额度约 1.1 万亿，占提前发放规模的 84%，其中流向基建的比例接近 8 成，后续或将提前发放第二批专项债额度，确保逆周期调节效果，基建投资确定性回升提振需求。而当前主要水泥企业估值在 6-8 倍，估值仍处低估区间，稳经济及大流动性宽松背景下，整体估值或抬升，接下来随着行业供需格局向好，水泥价格弹性十足，水泥板块迎基本面+估值双修复行情。**中长期来看，**在环保趋严的背景下，矿山的稀缺性使得水泥在资源化，行业集中度提升，市场波动性将减弱，而过去 2-3 年以及未来 2-3 年，水泥企业资产负债表大幅修复及盈利稳定性提升将成为此轮水泥估值修复的催化剂。

受益原油暴跌成本下行+复工早周期，重点推荐防水材料。由于原油暴跌，与之强相关的沥青期货价格也大幅下调，当前山东地区 SBS 改性沥青现货价格已降至 2600 元/吨，较 3 月初下降约 900 元/吨，我们判断，未来沥青价格或进一步下跌，沥青在防水材料中占原材料成本的 30%左右，可以预见，沥青价格下跌将带动放水材料企业成本大幅下行，而短期终端价格将保持稳定，预计 Q2 起企业毛利率将逐步回升，以东方雨虹为例，预计 2020 年沥青消耗约 100 万吨，假设 Q2 消耗量 30 万吨，沥青均价从 3300 元/吨降至 3000 元/吨，相当于节约成本 9000 万元，若沥青价格持续处于低位，全年毛利率确定性回升，前期市场对于 20 年业绩并未充分考虑到成本下跌的影响，业绩有望再超预期。

短期来看，各地积极推动复工，重点工程率先恢复，逆周期调节继续加码，专项债流向基建比例大幅提升，基建投资将确定性复苏，全年需求不悲观，防水材料作为早周期品种，下游需求有望快速恢复。

中长期来看，下游地产集中度快速提升，倒逼上游原材料供应商市场份额提升，行业进入良币驱逐劣币阶段；而目前东方雨虹市占率仅 10-12%（未来行业空间大、天花板足够高），同时精装房渗透率不断提升，B 端建材仍将保持稳定增长；未来随着行业集中度提升，新进入者对现金流的追逐以及龙头企业内部经营模式的转变，行业应收账款及现金流问题有望逐步改善，经营质量提升，重点推荐（行业龙头，进入新一轮量质双升阶段）、科顺股份（行业次龙头，19 年新产能投产，20 年沥青消耗约 40-50 万吨，保持高增长）。

玻纤：短期承压不改长期反弹之势，龙头迎中长期布局良机。我们认为，虽然国内疫情有所缓解，但由于国外疫情处于爆发，对全球需求有所压制，短期行业供需格局或承压，但拉长周期来看，当前处于周期底部，我们测算，当前价格下中小企业已经不赚钱，且接近亏现金流，若当前价格持续较长时间，且疫情影响全球供需格局，不排除部分小企业会被淘汰出局，行业集中度继续提升。而 19-20 年新增产能大幅减少，待疫情影响减弱需求旺季到来，2020 年仍将是行业新周期的拐点，对于中长线投资者来说，当前低估值龙头配置价值明显，行业龙头具备规模、渠道及产品结构等优势，反弹力度将大于行业平均。

玻纤行业我们首推行业龙头中国巨石：1）公司核心工艺升级引领行业差异化发展，产能稳步扩张；2）电子纱产能扩张优化产品结构；3）规模及成本优势铸就高护城河；4）国际化进程稳步推进，抗风险能力提升，行业触底回升，估值中枢有望迎来修复。

其次关注玻纤制品小龙头长海股份，1）公司池窑技改完成后，生产效率进一步提升，2）打通玻纤纱-制品-精细化工产业链一体化，自我调节能力强；3）未来不排除继续扩张产能（已公告扩建 10 万吨树脂产能），打开新的成长空间，向上弹性十足。

投资建议：推荐早周期品种水泥，首选核心资产**海螺水泥、华新水泥；**弹性品种**塔牌集团、上峰水泥、万年青**；其次是基建链条的**冀东水泥、祁连山；**防水材料首选**东方雨虹、科顺股份**，关注玻纤底部机会**中国巨石、长海股份。**

风险提示：地产投资大幅下滑，错峰生产不及预期， 成本大幅上涨

图表：重点标的盈利预测（收盘价截止 2020.4.10）

		EPS			PE			
	收盘价（元）	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	评级
海螺水泥	57.88	5.63	6.34	6.83	10.28	9.13	8.47	买入
塔牌集团	12.60	1.45	1.46	1.56	8.69	8.63	8.08	买入
冀东水泥	19.99	1.10	1.85	2.61	18.17	10.81	7.66	买入
华新水泥	25.01	2.47	3.05	3.33	10.13	8.20	7.51	买入
万年青	12.03	1.43	1.72	1.96	8.41	6.99	6.14	买入
上峰水泥	21.20	1.81	2.47	2.72	11.71	8.58	7.79	买入
祁连山	12.99	0.84	1.59	1.83	15.46	8.17	7.10	买入
东方雨虹	35.88	1.01	1.31	1.61	35.52	27.39	22.29	买入
科顺股份	18.43	0.30	0.60	0.82	61.43	30.72	22.48	买入
中国巨石	8.35	0.68	0.59	0.76	12.28	14.15	10.99	买入
长海股份	10.26	0.63	0.75	0.87	16.29	13.68	11.79	买入

资料来源：Wind，太平洋证券研究院 注：科顺股份盈利预测选用 wind 一致预测

目录

行情回顾 6
水泥：下游需求快速恢复，水泥有望迎来涨价潮 7
分地区价格表现 8
行业观点 13
玻璃：下游需求逐步恢复，静待库存拐点 13
短期库存仍在增加，需求陆续恢复中 13
供给面变化 15
行业观点 15
玻纤：需求逐步恢复，全年看景气度仍将底部向上 15
下游需求陆续恢复，无碱纱价格或稳中小涨 15
短期电子纱价格企稳，后市存上涨预期 16
行业观点 17
风险提示 17

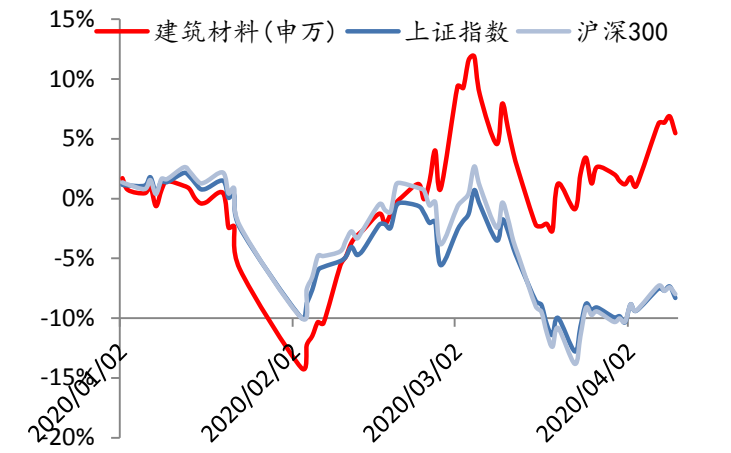
图表目录

图表 1：建筑材料（SW）年初以来走势 6
图表 2：建筑材料（SW）近五日资金流入情况（亿元） 6
图表 3：主要建材公司股价表现 6
图表 4：全国高标水泥价格(元/吨) 7
图表 5：全国水泥平均库存（%） 7
图表 6：华北地区高标水泥价格(元/吨) 8
图表 7：华北地区库存（%） 8
图表 8：东北地区高标水泥价格（元/吨） 8
图表 9：东北地区库存(%) 8
图表 10：华东地区高标水泥价格（元/吨） 9
图表 11：华东地区库存（%） 9
图表 12：中南地区高标水泥价格（元/吨） 10
图表 13：中南地区库存（%） 10
图表 14：西南地区高标水泥价格（元/吨） 11
图表 15：西南地区库存（%） 11
图表 16：西北地区高标水泥价格（元/吨） 12
图表 17：西北地区库存（元/吨） 12
图表 18：玻璃行业产能变化（吨/天） 13
图表 19：全国玻璃库存 13
图表 20：全国 5MM 玻璃平均价格（元/吨） 14
图表 21：全国重质纯碱平均价格（元/吨） 14
图表 22：重点企业无碱 2400TEX 缠绕直接纱平均出厂价 16
图表 23：全国 G75 电子纱主流成交价（元/吨） 16
图表 24：当前价格下不同地区中小企业盈利情况 17

行情回顾

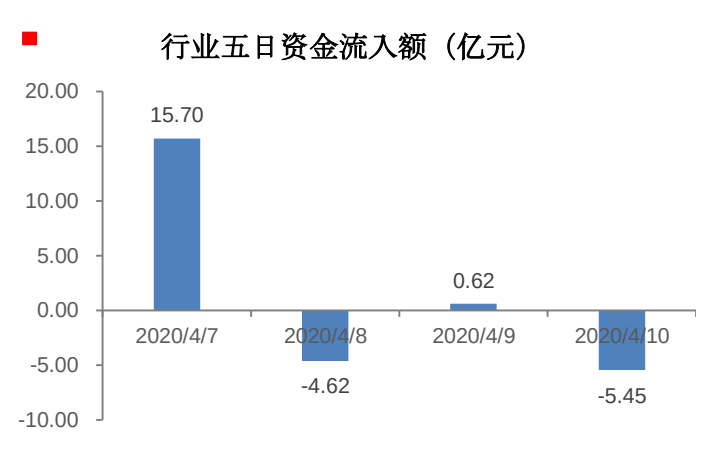
本周建筑材料（SW）下滑上涨 4.41%，同期沪深 300 指数上涨 1.37%，其中建材行业主力资金净流入 6.25 亿元。根据我们跟踪的重点标的表现来看，涨幅居前的为再帝欧家居、华新水泥、蒙娜丽莎、东方雨虹；跌幅居前的为再升科技、祁连山、坚朗五金。

图表 1：建筑材料（SW）年初以来走势



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 2：建筑材料（SW）近五日资金流入情况（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：主要建材公司股价表现

股票名称	代码	收盘价	市值	绝对表现（%）					年初以来相对表现（%）
		元/港元	亿元人民币/港元	1日	1周	1月	1年	年初至今	相对上证指数
水泥									
海螺水泥	600585.SH	57.88	2,994.98	-0.12	5.97	5.05	43.94	5.62	13.93
塔牌集团	002233.SZ	12.60	150.23	-2.85	1.37	1.94	4.93	0.00	8.31
冀东水泥	000401.SZ	19.99	269.37	-0.50	5.77	1.94	11.21	17.52	25.83
华新水泥	600801.SH	25.01	420.73	0.08	10.66	7.48	29.42	-5.37	2.94
万年青	000789.SZ	12.03	95.92	-2.20	1.01	2.38	6.16	-1.47	6.84
上峰水泥	000672.SZ	21.20	172.49	-0.56	8.83	8.05	68.44	15.91	24.22
祁连山	600720.SH	12.99	100.84	-3.28	-0.54	-0.38	48.95	3.51	11.82
天山股份	000877.SZ	11.61	121.76	-2.27	0.00	1.84	-1.69	-2.03	6.29
华润水泥-H	1313.HK	9.47	661.28	0.00	4.18	2.38	19.60	-4.54	3.77
中国建材-H	3323.HK	9.17	773.47	0.00	10.48	8.26	29.12	5.40	13.71
玻璃									
旗滨集团	601636.SH	5.02	134.90	3.08	5.02	3.93	10.77	-8.56	-0.25
南玻-A	000012.SZ	4.50	112.30	-2.39	0.67	2.51	-10.31	-10.18	-1.87
信义玻璃-H	0868.HK	9.07	364.35	0.00	4.01	1.91	2.68	-12.11	-3.80
玻纤									
中国巨石	600176.SH	8.35	292.44	-1.30	5.16	5.70	-26.71	-23.39	-15.08
再升科技	603601.SH	10.52	75.09	-4.62	-5.90	-1.59	53.66	37.52	45.83

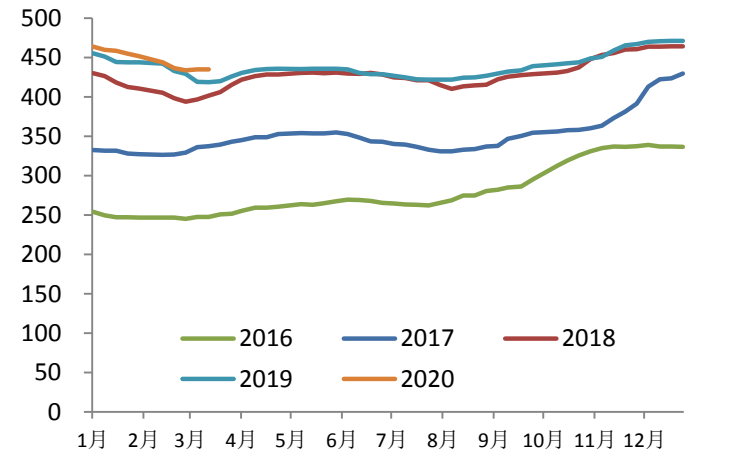
长海股份	300196.SZ	10.26	42.60	3.64	7.32	10.32	-2.56	-11.40	-3.09
中材科技	002080.SZ	11.54	193.66	-2.45	1.76	1.58	14.77	-6.94	1.38
其他消费建材									
东方雨虹	002271.SZ	35.88	561.31	-1.13	9.46	5.44	68.72	36.37	44.68
伟星新材	002372.SZ	11.59	182.32	-1.86	6.92	4.79	-28.90	-12.00	-3.69
北新建材	000786.SZ	25.72	434.54	-2.50	4.64	8.98	30.59	1.06	9.37
科顺股份	300737.SZ	18.43	112.00	0.11	9.25	-1.29	63.82	62.81	71.12
兔宝宝	002043.SZ	7.78	60.28	-2.14	1.04	4.15	12.49	5.85	14.16
蒙娜丽莎	002918.SZ	22.50	90.49	-2.39	9.70	6.38	45.59	12.39	20.70
三棵树	603737.SH	95.86	178.52	3.08	7.61	7.85	107.32	18.86	27.17
坚朗五金	002791.SZ	54.93	176.62	-1.26	-0.94	0.27	274.96	80.16	88.47
帝欧家居	002798.SZ	26.05	100.28	-1.74	20.71	12.09	0.36	3.99	12.30

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

水泥：下游需求快速恢复，水泥有望迎来涨价潮

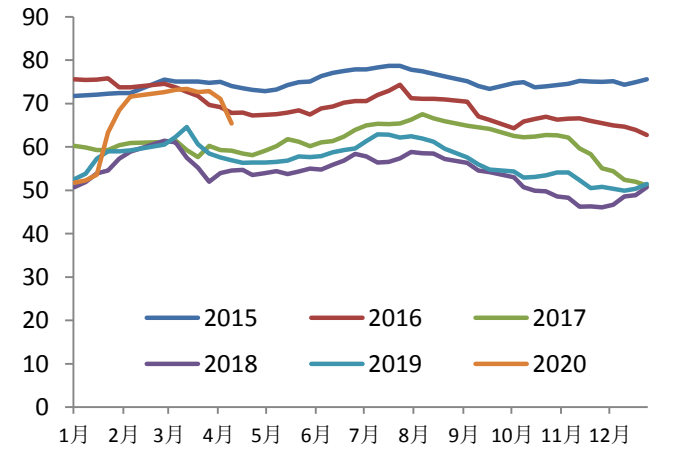
本周全国水泥市场价格为 434.8 元/吨，跌幅为 0.03%。价格上涨地区主要是河南、江苏南京、安徽马鞍山和云南文山等，上调 10-50 元/吨；价格回落区域有江西、福建南部、重庆和新疆，不同地区价格回落 10-150 元/吨。4 月上旬，随着下游建筑工程全面复工，国内水泥市场需求向好趋势明显，不同地区企业出货率环比提升 10%-30%，长三角和珠三角地区大部分企业出货达到 9 成或产销平衡，个别区域如浙江、皖北甚至出现销大于产。价格方面，南方局部地区受持续降雨影响，下游需求尚未达到正常水平，迫于销售压力，价格仍有小幅回落；北方地区下游需求正处于恢复过程中，价格调整亦属正常。4 月中旬后，预计前期价格下调幅度较大的区域，随着下游需求的集中释放，价格将会迎来恢复性上调。

图表 4：全国高标水泥价格(元/吨)



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 5：全国水泥平均库存（%）



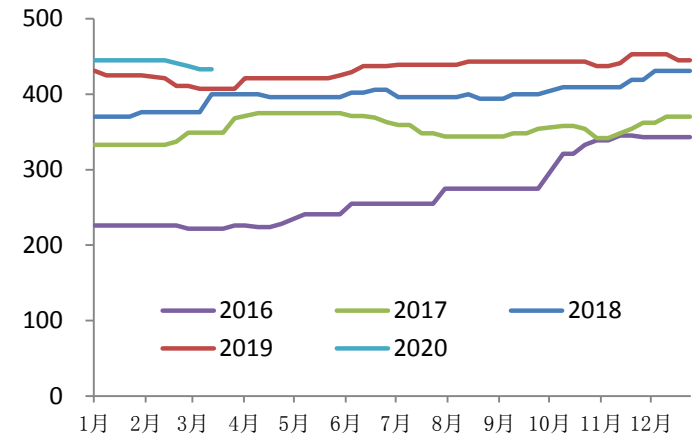
资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

分地区价格表现

华北地区：需求逐步回升，价格有望企稳回升

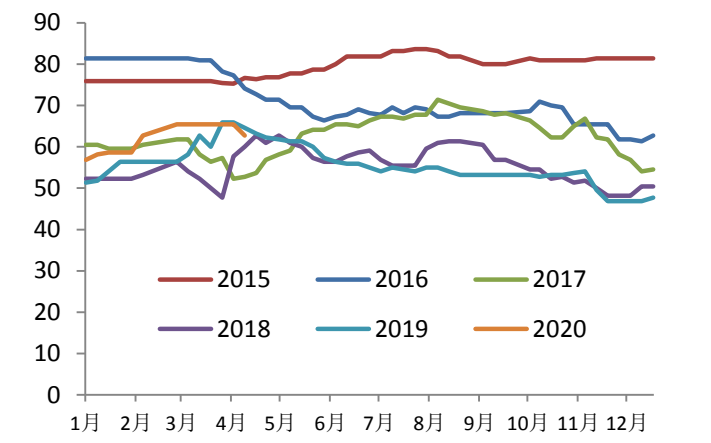
【京津冀】京津地区水泥价格保持平稳，需求稳步恢复，受疫情防控影响，工程项目施工强度不及去年同期，目前企业发货恢复至 5-6 成水平，后期将会继续提升。河北唐山地区水泥价格平稳，工程和搅拌站基本恢复正常施工，下游需求恢复较快，企业发货能达 7-8 成，库存在正常水平。石家庄、邯郸和邢台地区水泥价格下调后暂稳，下游需求继续回升，且部分企业外运山东较多，企业发货多在 8-9 成，已恢复到去年同期水平。

图表 6：华北地区高标水泥价格(元/吨)



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 7：华北地区库存（%）

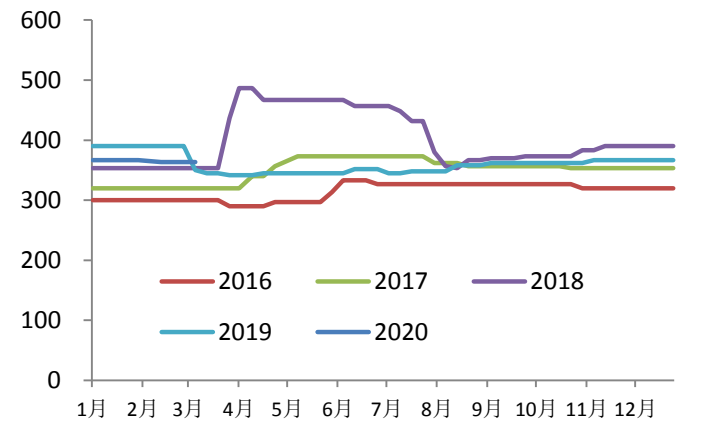


资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

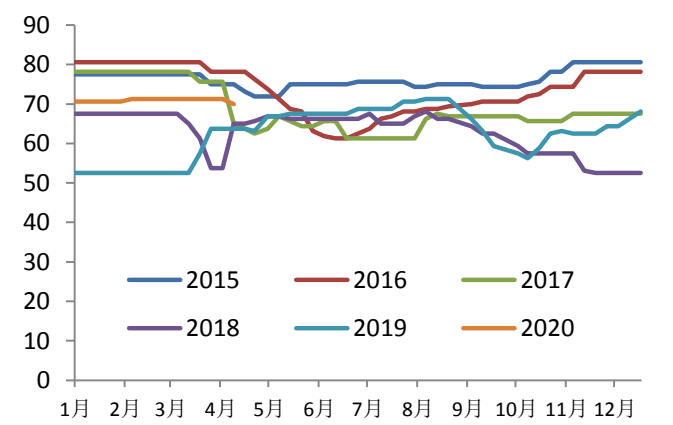
东北地区：下游需求恢复较慢，大连价格小幅下调

【黑辽吉】辽宁沈阳和辽阳地区水泥价格偏弱，下游需求疲软，虽然部分企业外运恢复，但因南方价格不高，省内外总体发货仅在 4 成左右，随着生产线恢复生产，库存逐渐上升，水泥价格存有下行风险。大连地区水泥价格平稳，下游需求相对较好，企业发货能达 6 成。

图表 8：东北地区高标水泥价格（元/吨）



图表 9：东北地区库存(%)



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

华东地区：库存快速下降，价格或迎涨价潮

【江苏】江苏苏锡常地区水泥价格以稳为主，熟料价格上调后，部分小企业生产成本增加，低标号价格上调 10-30 元/吨，下游需求继续恢复，企业发货已达产销平衡，且库存开始下降，预计中旬后价格将会回升。南京和镇江低标号散装上调 10 元/吨，袋装上调 30 元/吨，下游需求恢复较好，企业发货在正常水平，库存有所消化，多在 60%或略偏上，且前期价格连续下调，需求好转后，企业恢复性上调价格意愿较强。苏北盐城和淮安地区水泥价格下调后趋稳，下游需求基本正常，企业发货能达 9 成或产销平衡。

【浙江】浙江杭嘉和绍兴等地水泥价格平稳，天气晴好，下游工程开始赶工，需求继续提升，大多数企业出现销大于产，出货率持续保持 110%，个别企业反馈，由于发运能力跟不上，日出货受到限制，未能再向上突破，本周库存下降明显，多在 50%左右，预计中旬后价格将会恢复性上调。宁温台地区水泥价格平稳，天气好转，下游需求环比增加 10%-20%，企业发货均能达正常水平，价格走稳。

【安徽】安徽马鞍山地区低标号价格上调 10-30 元/吨，前期价格不断走低，随着需求恢复正常，企业开始适当小幅复价。合肥、芜湖和安庆以及皖北地区水泥价格平稳，下游需求继续提升，大多数企业发货恢复到 9 成或产销平衡，短期水泥报价平稳。沿江熟料基地库存下降明显，普遍降至 50%左右，前期熟料价格上调 20 元已执行到位，随着长三角地区水泥需求不断提升，后期熟料供应有可能呈现阶段性紧张。

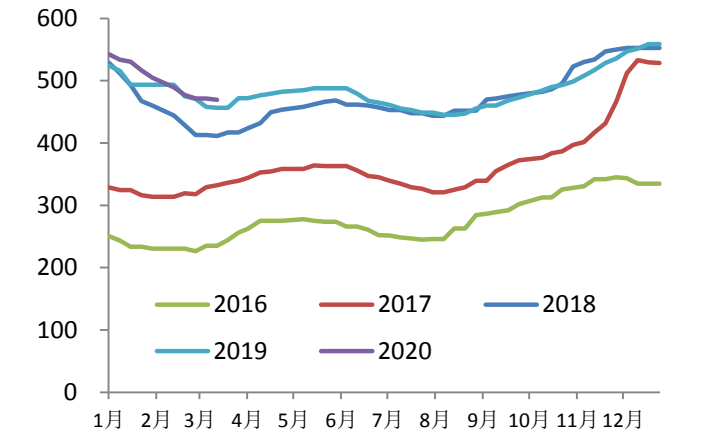
【江西】江西南昌地区部分企业价格下调 15-20 元/吨。一方面是雨水天气较多，下游需求受到影响，企业发货在 8 成左右；另一方面是库存压力较大，部分企业为增加发货，率先下调价格，预计后期其他企业将会跟降。赣东北地区水泥价格平稳，雨水天气减少，下游需求恢复较快，企业发货基本正常，虽然库存仍在 70%-80%高位，但主导企业稳价意识较强，目前价格以稳为主。

【福建】福建泉州、龙岩和漳州等地区部分企业出现第四轮价格下调，幅度 30-40 元/吨，雨水天气频繁，下游需求受到影响，企业发货在 7-9 成，销售压力较大，加上仍有外来水泥进入，为抢占市场份额，本地个别企业率先下调价格。福州和宁德等地区水泥企业存有跟随下调价格预期，幅度 30 元/吨左右。

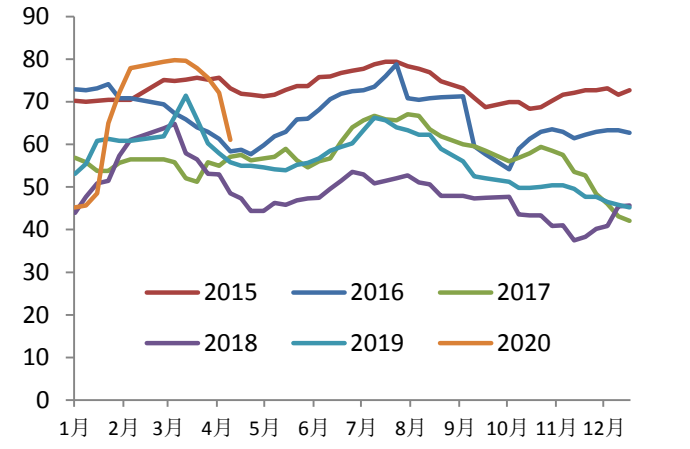
【山东】山东济宁和枣庄地区水泥价格再次下调 20-40 元/吨，下游需求相对稳定，企业发货能达 8-9 成，生产线一直正常运转，为减轻库存压力，下调价格，其他企业跟降。济南地区水泥价格平稳，下游需求继续向好，企业发货在 8-9 成或产销平衡。

图表 10：华东地区高标水泥价格（元/吨）

图表 11：华东地区库存（%）



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

中南地区：短期雨水天气影响出货，价格暂时以稳为主

【广东】广东珠三角地区水泥价格平稳，周初雨水天气稍多，对下游需求有一定影响，但企业发货仍基本保持在正常水平，因生产线正常运行，所以库存仍旧较高，70%-80%，预计后期雨水天气减少后，需求将会集中释放，企业出货大概率将会销大于产。粤东地区水泥价格走稳，天气放晴，下游需求环比增加 10%-20%，企业发货能达产销平衡。

【广西】广西南宁和崇左地区水泥价格平稳，雨水天气不断，下游需求偏弱，企业发货在 7-9 成，生产线多在正常生产，库存在 70%-80%，销售压力稍大。玉林和贵港地区水泥价格平稳，雨水天气减少，下游需求略有回升，企业发货在 8-9 成或正常水平，库存在 70%左右。桂林地区受持续降雨影响，下游需求恢复不佳，企业发货在 8 成左右，同时由于生产线全面恢复产，库存居高不下，部分企业价格又有走低的现象。

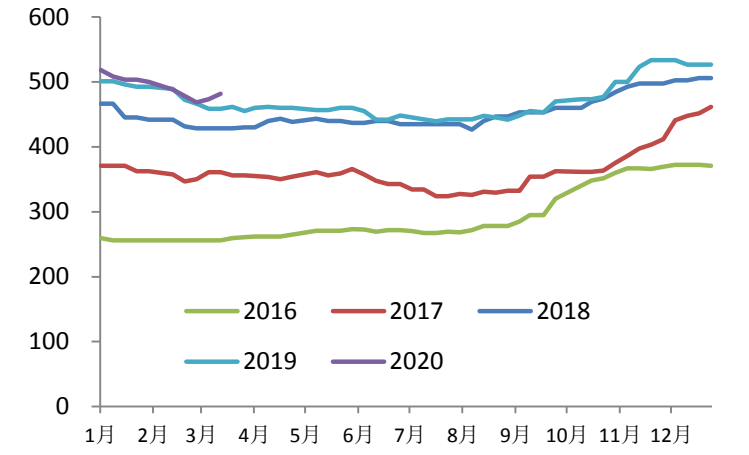
【湖南】湖南长株潭地区水泥价格保持平稳，雨水天气增多，下游需求受到影响，企业发货环比减少 20%，虽然部分企业在停窑限产，但库存仍旧有所走高，多在 70%-80%，主导企业正在努力稳价。永州地区水泥价格暂稳，雨水天气断断续续，下游需求不太稳定，企业发货在 6-7 成，价格一直处在低位，主导企业继续下调价格意愿不强，报价暂稳运行，后期能否走稳有待跟踪。

【河南】河南地区水泥价格开启第二轮上调，幅度 30-50 元/吨，累计达 80-100 元/吨。价格上调实两轮大幅上涨，主要是因前期价格累计大幅回落后，企业利润降低，随着需求恢复到 8-9 成水平，企业迅速将价格进行恢复性上调。此外，为了促使价格稳定在合理水平，各企业开始企业错峰生产任务。据了解，2020 年河南水泥企业计划错峰时间仍不少于 160 天，但不再执行开二停一，由企业根据市场供需关系自律制定时间。

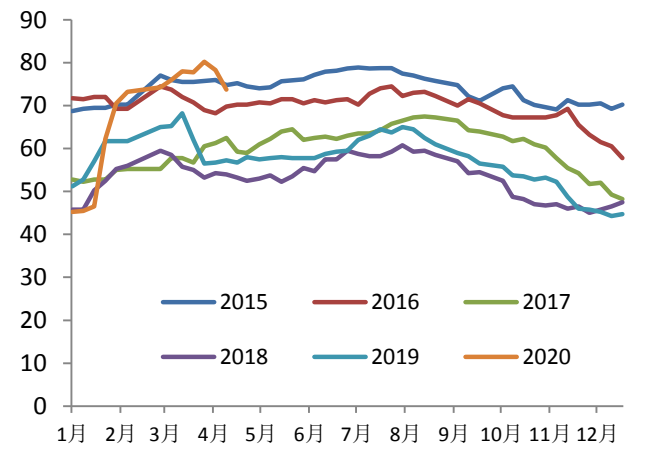
【湖北】湖北武汉刚刚解封，下游工地实际需求刚刚启动，短期由于工人短缺，施工进度将会偏慢，待工人到位后，才会集中释放。武汉以及鄂东地区价格暂时保持平稳，因此前价格回落幅度较小，运输通道解封后，重庆方面等外来低价水泥增加明显，后期本地价格仍有下调预期。襄阳和十堰等地区水泥价格下调后保持平稳，下游需求继续恢复，且河南地区水泥价格大幅上调后，进入该区域减少，目前企业发货能达 6-8 成，库存高位承压，短期内价格仍会偏弱运行。

图表 12：中南地区高标水泥价格（元/吨）

图表 13：中南地区库存（%）



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

西南地区：下游需求逐步恢复，云南价格小幅上涨

【四川】四川成都地区水泥价格平稳，下游需求基本恢复到 9 成水平，虽然仍有外来低价水泥影响，但因出货已经接近于正常状态，短期企业价格意向趋稳，不再做过多下调，以保持盈利稳定。德阳和绵阳地区个别企业价格下调 20 元/吨，为了提升发货量，企业针对部分客户增加优惠幅度。

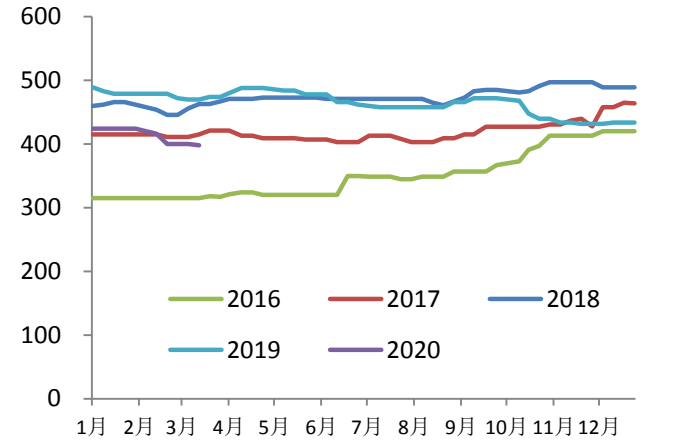
【重庆】重庆地区水泥价格下调 10-20 元/吨，重庆地区解禁后，工程和搅拌站恢复正常施工，下游需求明显增加，但贵州外来低价水泥不断进入，对本地企业发货影响突出，为稳定客户，企业再次下调价格。

【贵州】贵州贵阳地区水泥价格平稳，受资金短缺影响，新开工项目较少，散装需求表现一般，袋装需求较好，企业综合发货能达 8 成，因企业熟料不断外运，目前库存控制较好，多在 60%-70%，价格持续低位，后期价格有上调计划。遵义地区水泥价格平稳，下游需求相对稳定，企业外运量不断，日发货能达 8-9 成，库存在 50%-60%。

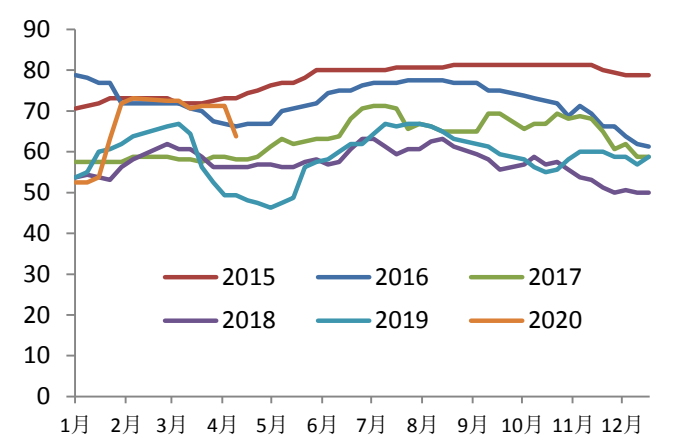
【云南】云南文山地区水泥价格上调 10-25 元/吨，工程和搅拌站开工率提升，水泥需求较好，企业发货基本能达正，且价格一直处在低位，企业利润微薄，再次推涨价格。昆明地区水泥价格以稳为主，下游需求比较稳定，企业发货能达产销平衡，库存多在正常或偏高处运行。

图表 14：西南地区高标水泥价格（元/吨）

图表 15：西南地区库存（%）



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

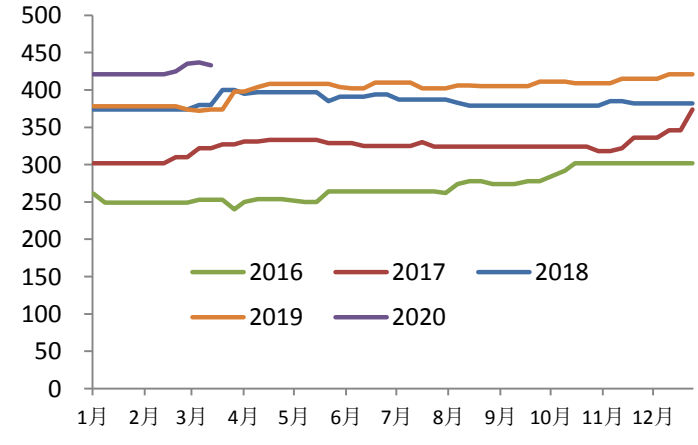


资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

西北地区：陕甘地区价格平稳，新疆袋装价格大幅下滑

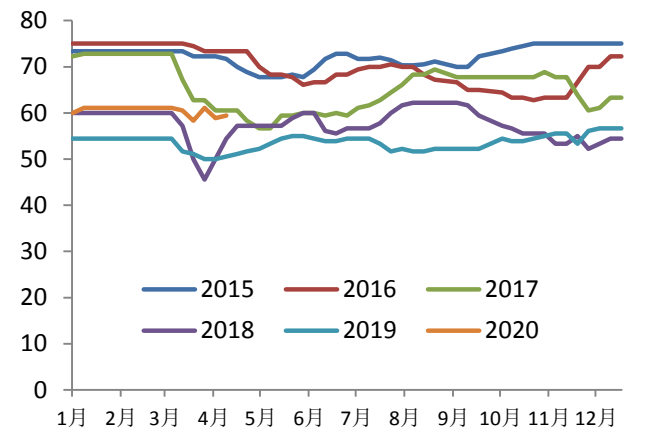
【陕西】陕西关中地区水泥价格平稳，工程和搅拌站开工率增加，民用袋装发货基本正常，企业综合发货能达 7-8 成，库存维持高位，预计短期内价格将会继续以稳为主。
【甘肃】甘肃兰州地区水泥价格平稳，雨水天气减少，下游需求环比增加 5%-10%，主导企业发货恢复到 8 成，部分民营企业出货销大于产，库存在 50%-60%。陇南和平凉地区水泥价格平稳，有重点工程支撑，下游需求相对较好，企业发货在 9 成或正常状态，库存保持在适中水平。
【新疆】新疆乌鲁木齐地区水泥价格出现大幅回落，P.O42.5 袋装较之前下调 150 元/吨，由 490 元/吨下调至 340 元/吨；P.O42.5 散下调幅度在 20-40 元/吨，不同企业出厂报价 440-460 元/吨。受疫情影响，水泥需求比较清淡，企业发货同比下降 30%-50%，同时为了抢占中小企业市场份额，主导企业针对性大幅下调袋装价格。

图表 16：西北地区高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 17：西北地区库存（元/吨）



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

行业观点

水泥需求快速恢复，各地价格或迎涨价潮。根据我们跟踪的情况，目前华东、华南及西南区域水泥出货率分别达到 95.5%、90%和 88.5%，各地库存出现明显下降，其中浙江省出货率达到 110%左右，超去年同期水平，安徽熟料库存降至 50%左右；我们认为，随着各地有序复工，Q1 积压的需求有望集中释放，价格也有望迎来普涨行情。而一季度国内新发行专项债额度约 1.1 万亿，占提前发放规模的 84%，其中流向基建的比例接近 8 成，后续或将提前发放第二批专项债额度，确保逆周期调节效果，基建投资确定性回升提振需求。当前主要水泥企业估值在 6-8 倍，估值仍处低估区间，稳经济及大流动性宽松背景下，整体估值或抬升，接下来随着行业供需格局向好，水泥价格弹性十足，水泥板块迎基本面+估值双修复行情。

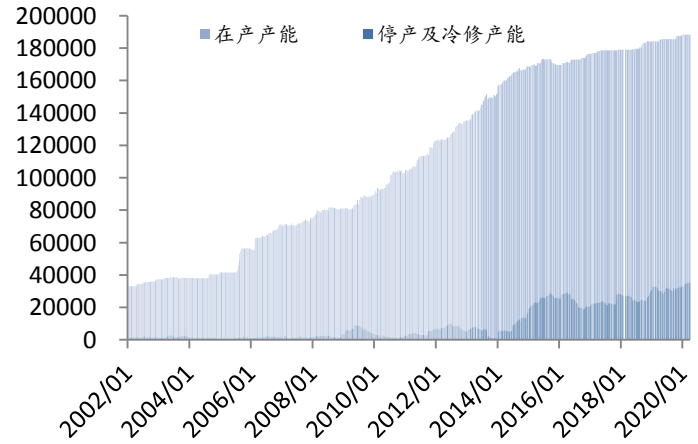
中长期来看，在环保趋严的背景下，矿山的稀缺性使得水泥在资源化，行业集中度提升，市场波动性将减弱，而过去 2-3 年以及未来 2-3 年，水泥企业资产负债表大幅修复及盈利稳定性提升将成为此轮水泥估值修复的催化剂。

投资建议：首选基建链条**冀东水泥、祁连山**，核心资产**海螺水泥**（业绩确定性强，且盈利中枢大幅提升，资产负债表进一步修复）、**华新水泥**；其次关注高景气度区域粤东小龙头**塔牌集团**，华东高弹性标的**上峰水泥、万年青**。

玻璃：下游需求逐步恢复，静待库存拐点

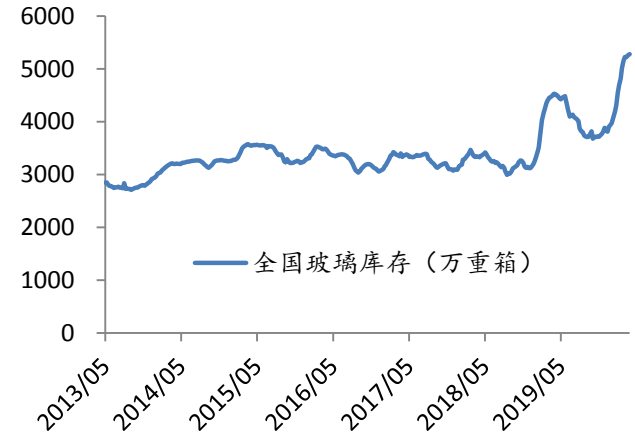
截止 2020 年 4 月 10 日，浮法玻璃产能利用率为 68.33%，环比持平，同比去年下跌 1.54%。在产玻璃产能 92292 万重箱，环比上周减少 60 万重箱，同比去年减少 798 万重箱。周末行业库存 578 万重箱，环比上周增加 20 万重箱，同比去年增加 752 万重箱。周末库存天数 20.87 天，环比上周增加 0.08 天，同比增加 3.13 天。

图表 18：玻璃行业产能变化（吨/天）



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

图表 19：全国玻璃库存

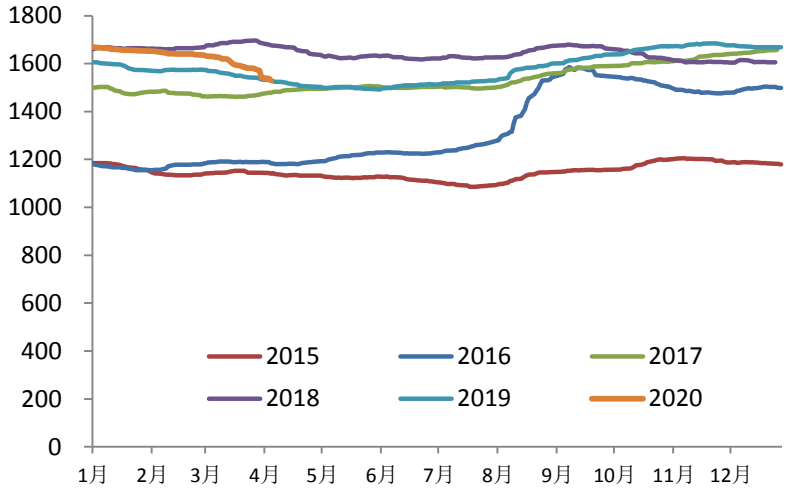


资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

短期库存仍在增加，需求陆续恢复中

本周全国白玻平均价格 1529 元/吨，环比上周下跌 45 元，同比上涨 5 元/吨。
【华北】华北部分厂家价格下调 2-3 元/重量箱，外围价格下调后，沙河外销难度增加，整体产销平平；
【华东】华东市场成交较前期略有好转，少数厂家库存略有消化，但周内外围市场价格走低，安徽、江苏市场价格仍有下调，降幅 2-3 元/重量箱不等；
【华中】华中市场整体下跌，需求不足，而企业库存高位，供需矛盾突出，加之外围价格向下调整，市场外销存压力；
【华南】华南弱势难改，价格下调依旧明显，交投仍显一般；
【西南】西南库存压力较大，主要区域价格下调 5 元/重量箱左右；
【西北】近期西北市场需求有所回暖，西安下游加工厂开工率小幅提升，其余区域原片厂家成交存灵活政策，整体库存变动不大；
【东北】东北市场出货不佳，价格下跌 2-4 元/重量箱。

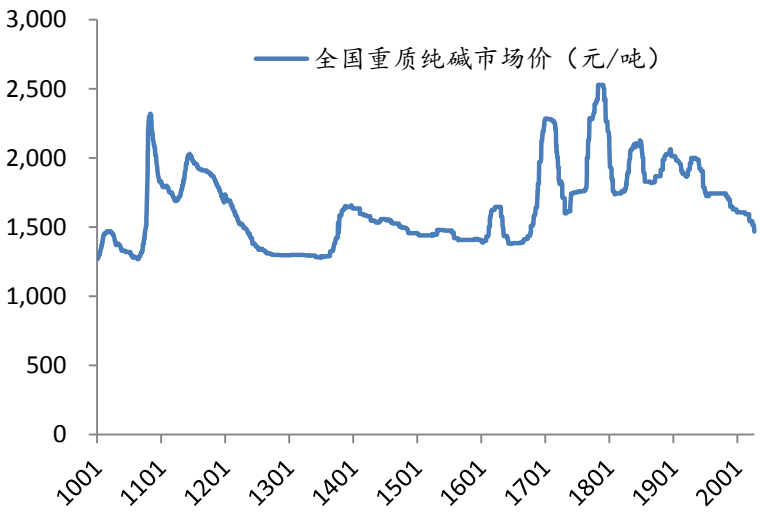
图表 20：全国 5mm 玻璃平均价格（元/吨）



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

本周国内重碱市场行情低迷，厂家出货情况欠。纯碱厂家库存持续增加，厂家多灵活接单出货为主。浮法玻璃市场持续下滑，库存维持高位，资金紧张。本周浮法玻璃对重碱用量变动不大，目前多数浮法玻璃厂家原料纯碱平均库存天数在 30 天以上，要求重碱降价呼声不减。沙河地区重碱主流送到终端价格在 1430-1480 元/吨，目前国内重碱主流送到终端价格在 1400-1550 元/吨，多数厂家执行月底定价。

图表 21：全国重质纯碱平均价格（元/吨）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

供给面变化

产能方面，本周无产能变化；部分地区生产企业出于当前现货价格压力的考虑，已经建好的生产线点火时间计划延后到下半年。也有部分地区出于环保监管的影响，产能有削减的计划。

行业观点

下游需求逐步恢复，静待库存拐点。下游复工速度略低于预期，库存仍继续增加，当前行业价格承压，多地价格较年前高点回落 100 元/吨以上，随着下游逐步复工，沙河、湖北库存压力较大区域积极降价促销去库存，预计短期价格仍将调整；我们认为，部分区域低价促销价格已经接近 19 年 4/5 月份价格低点，按照此价格测算，部分小企业基本不赚钱，若低价持续时间较长，不排除一些窑龄到期的生产线停产冷修，同时也将加速行业整合；而全年来看，2020 年地产新开工仍有望加速向竣工端传导提振行业需求，需求会迟到但不会缺席，下半年需求或集中释放，全年呈现低开高走之势。

首选行业龙头**旗滨集团**（新品类稳步拓展、高分红、业绩稳定增长），关注**信义玻璃-H**。

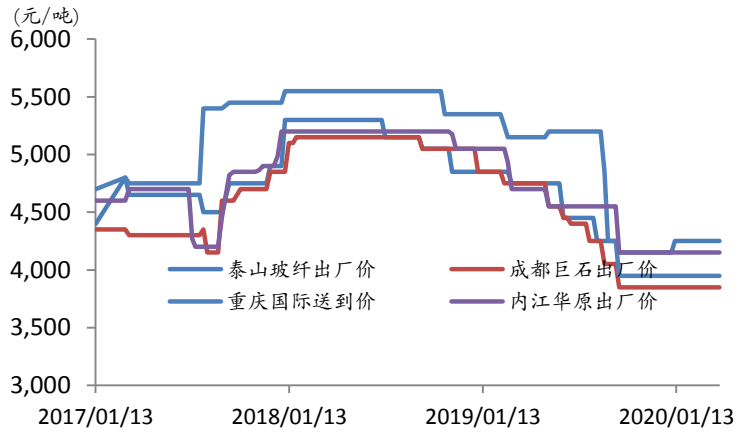
玻纤：需求逐步恢复，全年看景气度仍将底部向上

下游需求陆续恢复，无碱纱价格或稳中小涨

无碱池窑粗纱市场稳价运行，国内整体需求表现相对平稳。近期，东部沿海区域市场需求有所起色，加之风电市场需求良好，据了解，部分下游深加工企业开工率表现尚可，

但终端市场仍无较明显好转。据了解，大众型产品实际成交价格灵活度较高，缠绕纱价格区域间价格存一定差异，而毡用纱/板材纱产品现出货良好，但因其实际成交价格偏低，近期部分厂计划对价格进行小幅上调操作，具体执行尚需跟进。

图表 22：重点企业无碱 2400tex 缠绕直接纱平均出厂价

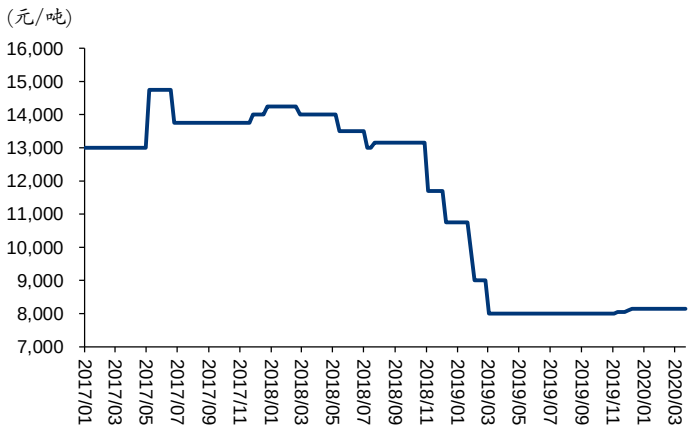


资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

短期电子纱价格企稳，后市存上涨预期

电子纱市场本周价格维持较平稳趋势。电子纱市场出货较平稳，各池窑企业多数自用织布。电子纱 G75 市场价格实际成交仍维持 8000-8100 元/吨不等，部分中高端产品价格较高。下游电子布市场价格涨后暂稳，主流报价在 3.6 元/米左右。近期电子纱整体需求表现仍较好，市场存小幅上调预期。

图表 23：全国 G75 电子纱主流成交价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

行业观点

短期承压不改长期反弹之势，龙头迎中长期布局良机。我们认为，虽然国内疫情有所缓解，但由于国外疫情处于爆发，对全球需求有所压制，短期行业供需格局或承压，但拉长周期来看，当前处于周期底部，我们测算，当前价格下中小企业已经不赚钱，且接近亏现金流，若当前价格持续较长时间，且疫情影响全球供需格局，不排除部分小企业会被淘汰出局，行业集中度继续提升。而 19-20 年新增产能大幅减少，待疫情影响减弱需求旺季到来，2020 年仍将是行业新周期的拐点，对于中长线投资者来说，当前低估值龙头配置价值明显，行业龙头具备规模、渠道及产品结构等优势，反弹力度将大于行业平均。

玻纤行业我们首推行业龙头中国巨石：1）公司核心工艺升级引领行业差异化发展，产能稳步扩张；2）电子纱产能扩张优化产品结构；3）规模及成本优势铸就高护城河；4）国际化进程稳步推进，抗风险能力提升，行业触底回升，估值中枢有望迎来修复。

其次关注玻纤制品小龙头长海股份，1）公司池窑技改完成后，生产效率进一步提升，2）打通玻纤纱-制品-精细化工产业链一体化，自我调节能力强；3）未来不排除继续扩张产能（已公告扩建 10 万吨树脂产能），打开新的成长空间，向上弹性十足。

图表 24：当前价格下不同地区中小企业盈利情况

（所有价格均为不含增值税价格）	山东	重庆	四川
无碱 2400tex 缠绕直接纱售价（元/吨）	**3,673**	**3,496**	**3,407**
总生产成本（元/吨）	**3,250**	**3,139**	**2,930**
其中：原料成本	1,062	1,062	1,062
其中：天然气成本	657	546	337
其中：用电成本	398	398	398
其中：蒸汽及其他能源成本	133	133	133
其中：人工工资	200	200	200
其中：折旧摊销	800	800	800
吨三费（元/吨）	**950**	**950**	**950**
吨税前利润（元/吨）	**(527)**	**(593)**	**(473)**

资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

风险提示

- 固定资产投资低于预期；
- 贸易战导致出口企业销量受阻；
- 环保督查边际放松，供给收缩力度低于预期；
- 原材料价格大幅上涨带来成本压力；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610)88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。