



建材

2016.05.03

评级: 增持

上次评级: 增持

品牌建材增速延续，北方水泥提价主战场

——建材行业周观点

	鲍雁辛（分析师）	黄涛（分析师）	戚舒扬（研究助理）
	0755-23976830	021-38674879	0755-23976213
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com	qishuyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880113110040	S0880116040064

本报告导读：

建材股投资机会在于心中的复苏和行业的比较优势，重点推东方雨虹、中国巨石、伟星新材、北新建材及基建链条的水泥股及黑马方大集团等。

摘要：

- **水泥：北方进入提价主战场。**本周全国水泥市场价格环比上涨 0.67%。价格上涨区域主要体现在河北、海南、四川和安徽局部地区，幅度 10-30 元/吨；价格下跌区域主要是湖北宜昌和贵州遵义个别地区，下调 20 元/吨。4 月底，全国水泥市场需求环比继续提升，北部工程项目和搅拌站陆续启动，企业出货缓慢增加；南部地区雨水天气减少，下游需求迅速恢复，企业出货多恢复到前期的 7-9 成。价格方面，在河北和海南地区价格上涨带动下，全国均价继续保持上扬态势，考虑到五一期间，下游需求会略有减少，实际执行将会在节后。
- **玻璃：产能恢复加快：**月末全国白玻均价 1190 元，环比上月上涨 1 元，同比 2015 年上涨 58 元。四月份现货市场整体运行呈现北强南弱的趋势，北方天气晴好房地产对深加工需求环比增加；南方雨季需求一般，华南、华中复产加速价格加速下行，按照目前盈利能力我们判断冷修线仍将陆续点火。
- **玻纤：产销两旺价格提升：**市场稳中向好运行，上市公司主要产品无碱粗纱成交良好，企业库存低位，下游短切毡市场运行良好，并且出口市场亦表现不错，带动上游毡用纱、毡纱价格上涨 200 元/吨（4% 左右）。我们认为玻纤景气逻辑需重新审视，不仅是风电装机驱动，需求结构升级带来的供给隐性出清，重点推荐中国巨石，出口占比提升及产品升级较快，2016 年业绩仍看 50% 以上增长。
- **主要原材料价格：**本周 IPE 布伦特原油期货价格上升 6.6%，至 48.14 美元/桶。重质纯碱价格下降 6.25%，主流送到终端价在 1500 元/吨。秦皇岛港动力煤平仓价 390 元/吨，环比持平。

建材行业策略：

- 建材股偏中后周期的“装饰端”品牌建材验证了我们贯穿全年的逻辑：受益于销售改善及房价提升 2016 年销售明显改善，且从单月数据看，3-4 月份出货量高增长延续，我们继续重点推荐：东方雨虹（002271）、中国巨石（600176）、伟星新材（002372）、北新建材（000786）等；
- 我们认为 2 季度偏基建链条的水泥等建材股受益保增长及北方水泥价格提升，重点推荐：龙泉股份（002671）（水利投资）、以及基建水泥股：冀东水泥（000401）、金隅股份（601992）、祁连山（600720）、亚泰集团（600881）以及龙头海螺水泥（600585）；宁夏建材受益。
- 高成长股且 1 季报大幅改善品种中长期推荐：纳川股份（300198）、兔宝宝（002043）、再升科技（603601）；以及全年改善较为明确的：大亚科技（000910）；轨交产业链黑马品种：方大集团（000055）

相关报告

建材：《水泥股比例回升，偏好优质白马成长股》

2016.05.01

建材：《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全 20160424》

2016.04.24

建材：《基建保增长力道渐强》

2016.04.11

建材：《保增长预期渐强，数据正反馈》

2016.04.10

建材：《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全 20160410》

2016.04.10

目 录

1. 建材行业投资策略.....	3
2. 水泥行业.....	6
2.1. 库存跟踪.....	10
2.2. 生产线及产能动态.....	11
2.3. 主要成本：煤炭价格.....	12
2.4. 重点水泥股估值跟踪.....	13
3. 玻璃行业.....	14
3.1. 库存变化.....	16
3.2. 生产线及产能.....	17
3.3. 主要成本：纯碱、燃料油价格.....	18
3.4. 重点玻璃股估值跟踪.....	20
4. 玻纤行业.....	21
5. 风险提示.....	22

1. 建材行业投资策略

● 近期行业的标志性事件

近期建材行业重要信号，首先是水泥价格华北高歌猛进，催化因素是冀东金隅整合后，联手避免恶性竞争，且北方天气进入施工旺季；其次是华东及中南地区4月份雨季提前，龙头企业等4月份出货量有明显回落，我们预计5月份华东中南价格稳中略升（厄尔尼诺是2016年压制需求最大的不确定性）；

● 2015Q4~2016Q1超预期集中在周期偏中后端建材

从2015Q4及2016Q1延续性看，水泥股整体业绩符合预期，超预期集中在偏“装饰端”中后周期的材料：东方雨虹、北新建材、兔宝宝、伟星新材，另外中国巨石所代表的玻纤行业在风电叶片出货有所回落时景气超预期，行业还包括长海股份；基数低而翻数倍式增长的包括再升科技、纳川股份；略低于预期为高能环境及开尔新材，但2季度均有望成为业绩拐点；

● 我们的投资建议

建材股偏中后周期的“装饰端”验证了我们贯穿全年的逻辑：受益于销售改善及房价提升，2016年品牌建材销售望明显改善，且从单月草根调研情况，4月份出货量态势延续，我们继续重点推荐：东方雨虹（002271）、伟星新材（002372）、北新建材（000786）；

我们认为2季度偏基建链条的水泥等建材股受益保增长及北方水泥价格提升，有望走出底部平台，受益标的：龙泉股份（002671）（水利投资）、以及基建水泥股：金隅股份（601992）、冀东水泥（000401）、祁连山（600720）、宁夏建材（600449）、亚泰集团（600881）以及龙头海螺水泥（600585）；

高成长股且1季报大幅改善品种中长期推荐：兔宝宝（002043）、纳川股份（300198）、再升科技（603601）；以及全年改善较为明确的：大亚科技（000910）；

轨交产业链存在预期差的黑马品种：方大集团（000055）；

● 水泥行业观点：北方进入提价主战场

本周全国水泥市场价格环比上涨0.67%。价格上涨区域主要体现在河北、海南、四川和安徽局部地区，幅度10-30元/吨；价格下跌区域主要是湖北宜昌和贵州遵义个别地区，下调20元/吨。4月底，全国水泥市场需求环比继续提升，北部工程项目和搅拌站陆续启动，企业出货缓慢增加；南部地区雨水天气减少，下游需求迅速恢复，企业出货多恢复到前期的7-9成。价格方面，在河北和海南地区价格上涨带动下，全国均价继续保持上扬态势，考虑到五一期间，下游需求会略有减少，实际执行将会在节后。此外，进入5月，南方部分地区如长三角或将提前迎来梅雨季

节，需求出现减弱，价格将会趋于平稳为主，中南以及北部地区市场需求相对稳定或继续提升，预计价格将保持稳中有升态势。

● 玻璃行业观点：产能恢复加快

月末全国白玻均价 1190 元，环比上月上涨 1 元，同比 2015 年上涨 58 元。考虑到原料重油、燃气等的下降，2016 年玻璃行业盈利状况大幅好于 2015 年，吨毛利处于近 5 年的较好水平。

四月份现货市场整体运行呈现北强南弱的趋势，北方市场受到季节性气候影响，房地产装饰装修对玻璃等产品的需求环比增加，深加工企业订单较好，沙河本月价格累计上涨约 60 元；南方市场阴雨天气较多，深加工企业订单一般，而华中和华南等市场的冷修生产线点火复产数量增加造成了本区域内供给矛盾增加，市场价格下行加速。

按照目前盈利能力我们判断冷修线仍将陆续点火。近期玻璃价格主要受地产销售支撑，但难熬的去产能时间再被推后（玻璃下游 70% 是地产），玻璃股的投资机会在转型及升级。

● 玻纤行业观点：产销两旺价格提升

本月国内玻璃纤维市场稳中向好运行，上市公司主要产品无碱粗纱成交良好，企业库存低位，本月板材纱、毡纱价格提涨 200 元/吨，其他品种价格基本稳定；下游短切毡市场运行良好，并且出口市场亦表现不错，带动上游毡用纱、毡纱价格上涨 200 元/吨（4% 左右）。

产能方面，泰山玻纤年产 10 万吨无碱池窑三期工程 4 月 18 日点火；中材金晶年产 4 万吨无碱池窑生产线 4 月 10 日冷修；

我们认为玻纤景气逻辑需重新审视，不仅是风电装机驱动，需求结构升级带来的供给隐性出清，重点推荐中国巨石，出口占比提升及产品升级较快，2016 年业绩仍看 50% 以上增长。

表 1：重点建材上市公司盈利预测、估值、评级

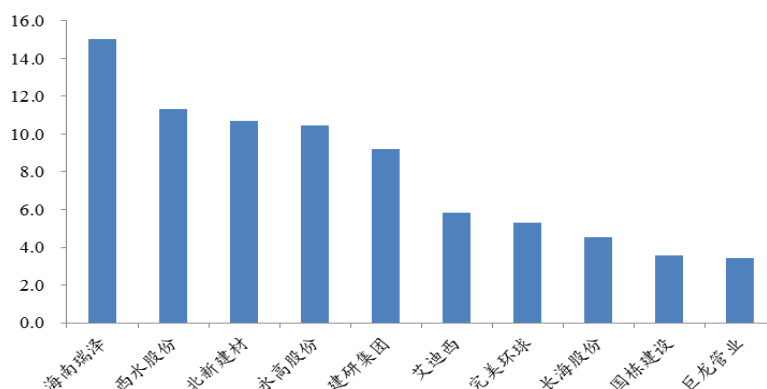
证券简称	收盘价	市值（亿元）	EPS		PE		评级
	2016/5/2	2016/5/2	2015A	2016E	2015A	2016E	
海螺水泥	16.17	856.90	1.42	1.15	11.39	14.06	增持
华新水泥	7.53	112.77	0.07	0.30	107.57	25.10	增持
万年青	6.83	41.89	0.41	0.50	16.66	13.66	增持
塔牌集团	8.67	77.57	0.43	0.47	20.16	18.45	增持
亚泰集团	5.11	132.86	(0.08)	0.15	(63.88)	34.07	增持
祁连山	6.97	54.11	0.23	0.15	30.30	46.47	增持
金隅股份	8.45	451.14	0.38	0.72	22.24	11.74	增持
建研集团	12.98	44.49	0.59	0.67	22.00	19.37	增持
中国巨石	21.15	233.82	0.89	1.35	23.76	15.67	增持
中材科技	18.57	124.18	0.75	0.90	24.76	20.63	增持
东方雨虹	16.71	138.81	0.88	1.04	18.99	16.07	增持
高能环境	55.60	89.85	0.66	1.75	84.24	31.77	增持
伟星新材	17.80	103.01	0.84	0.96	21.19	18.54	增持

北新建材	9.22	130.37	0.63	1.02	14.63	9.04	增持
濮耐股份	7.61	67.73	0.10	0.39	76.10	19.51	增持
长海股份	35.99	69.10	1.11	1.49	32.42	24.15	增持
南玻 A	11.28	234.10	0.30	0.33	37.60	34.18	增持
冀东水泥	10.90	146.88	(1.27)	0.13	(8.58)	83.85	谨慎增持
大亚科技	12.93	68.21	0.60	0.64	21.55	20.20	增持
再升科技	33.29	49.80	0.35	0.63	95.11	52.84	增持
方兴科技	16.93	64.93	0.29	0.55	58.38	30.78	增持
秀强股份	45.98	85.89	0.32	0.60	143.69	76.63	谨慎增持
纳川股份	13.90	57.81	0.06	0.44	231.67	31.59	增持
金刚玻璃	27.54	59.49	0.02	0.13	1,377.00	211.85	增持
兔宝宝	8.83	73.11	0.20	0.34	44.15	25.97	增持
方大集团	16.95	128.30	0.14	0.95	121.07	17.84	增持
龙泉股份	12.92	57.33	0.06	0.51	215.33	25.33	增持

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

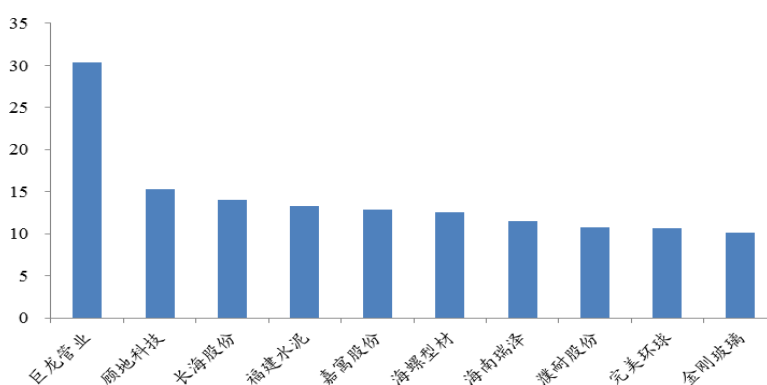
方兴科技考虑国显并表, 我们预计 2016-2017 年 EPS 为 0.55、0.68 元; 龙泉股份考虑新峰管业并表, 预计 2016-17 年 EPS 为 0.56、0.77 元。

图 1: 近 5 个交易日资金流入率前十



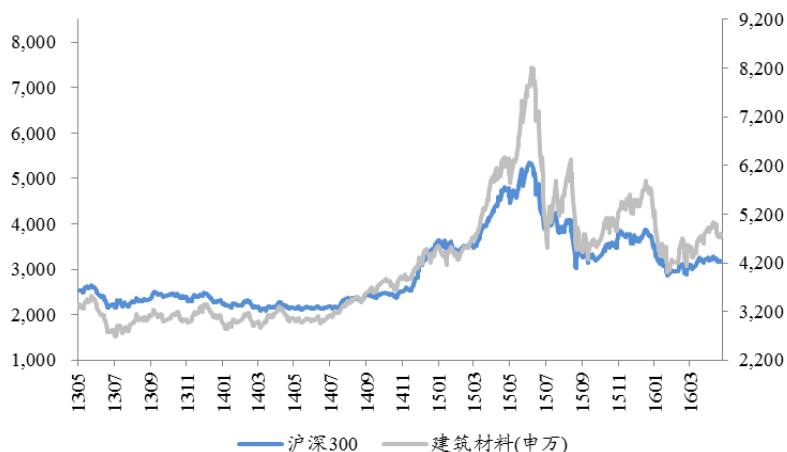
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 2: 建材股近 20 个交易日涨幅前十股票



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3: 过去一年申万建材指数明显跑赢沪深 300 指数

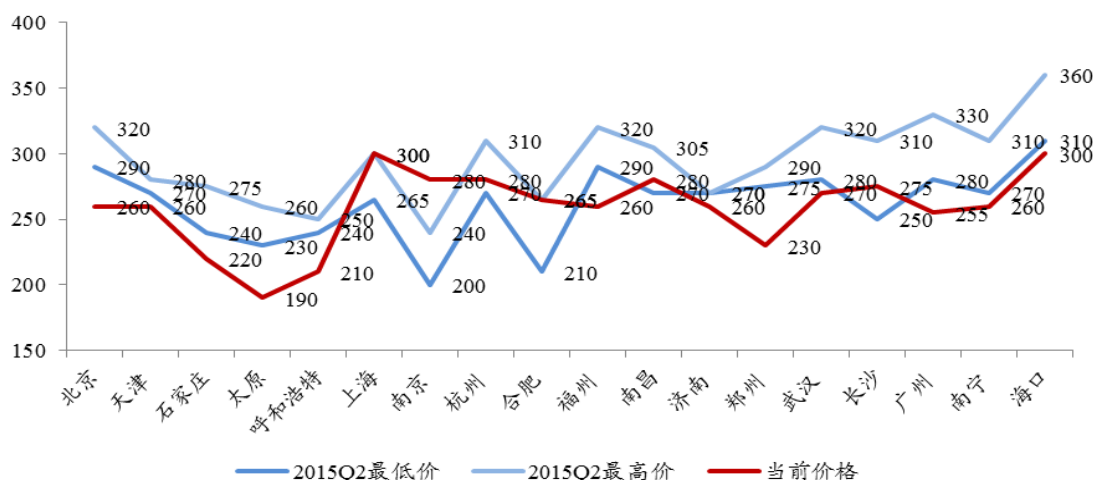


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 水泥行业

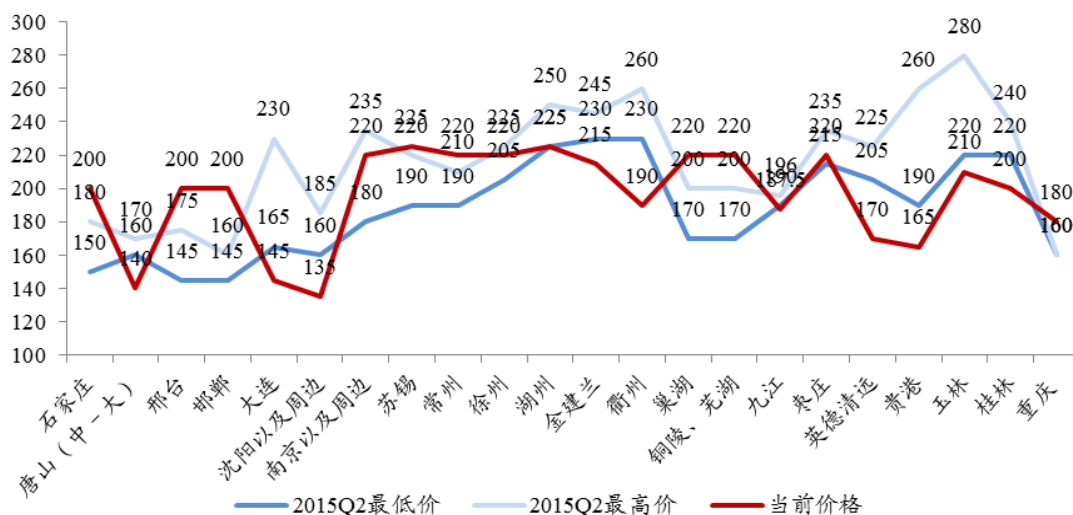
本周全国水泥市场价格环比上涨 0.67%。价格上涨区域主要体现在河北、海南、四川和安徽局部地区，幅度 10-30 元/吨；价格下跌区域主要是湖北宜昌和贵州遵义个别地区，下调 20 元/吨。4 月底，全国水泥市场需求环比继续提升，北部工程项目和搅拌站陆续启动，企业出货缓慢增加；南部地区雨水天气减少，下游需求迅速恢复，企业出货多恢复到前期的 7-9 成。价格方面，在河北和海南地区价格上涨带动下，全国均价继续保持上扬态势，考虑到五一期间，下游需求会略有减少，实际执行将会在节后。此外，进入 5 月，南方部分地区如长三角或将提前迎来梅雨季节，需求出现减弱，价格将会趋于平稳为主，中南以及北部地区市场需求相对稳定或继续提升，预计价格将保持稳中有升态势。

图 4: 全国多数重点城市水泥 (PO 42.5) 价格仍低于 2015 年同期平均水平 (单位: 元/吨)



数据来源: 数字水泥, 国泰君安证券研究

图 5: 全国多地熟料价格超过 2015 年同期平均水平 (单位: 元/吨)



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 2: 4 月 22 日-4 月 29 日水泥市场变动

地区	变动情况
华北	华北地区水泥价格出现上调。河北南部石家庄、邯郸和邢台等地水泥和熟料价格再次上调，石家庄熟料价格第二次大幅上调 30-40 元/吨，累计上调 70-80 元/吨，出厂价涨至 200 元/吨，水泥价格此次上调 20 元/吨，累计上调 40-50 元/吨，到位价 220-240 元/吨；邯郸和邢台地区水泥价格上调 10 元/吨，累计上调 30-40 元/吨，熟料吃紧暂不外卖。下游市场需求表现尚可，企业库存低位运行，为提升利润企业继续推动价格走高。京津地区水泥价格平稳运行，北京地区有重点工程支撑，下游需求相对较好，企业出货能达 8 成，后期主导企业将会推动价格回归合理水平。
华东	华东地区水泥价格继续上调。苏锡常第四次价格上调后，部分企业价格执行不到位，使得价格上调的企业出货环比减少，水泥库存明显上升。南京地区水泥价格平稳运行，雨水天气断断续续，下游需求不稳定，企业出货 7-8 成，由于前期熟料供应紧张，生产线均已恢复正常生产，库存环比有所增加。江苏淮安和盐城等地区水泥价格上调后趋稳运行，雨水天气稍减，下游需求无明显变化，企业出货在 7-8 成，库存在 60%左右。江苏徐州、山东枣庄淮海地区水泥价格继续推涨，幅度 10-20 元/吨，熟料价格再次上调 20 元/吨，出厂报价 220-240 元/吨。整体来看，4 月份，剔除雨水天气，苏南地区下游市场需求表现与前期相比变化不大，但因原停产生产线复产以及外来熟料货源进入，熟料供应紧张状态解除，并因持续降雨影响，本地企业熟料库存均上升至 50%左右，所以后期价格主要是稳定为主，企业 5 月份减产 17%基本达成共识。 浙江杭州地区水泥价格保持平稳，P.O42.5 散装到位价 280-290 元/吨，雨水天气减少，工地和搅拌站均正常开工，下游需求稳定，企业出货在 8 成及以上，部分可达产销平衡，库存继续偏低运行。沿海温台宁等地价格上调执行不彻底，部分地区南方和海螺袋装价格上调基本执行到位，散装价格上调未能实施，周末天气开始放晴，下游需求有所恢复，企业出货在 8 成上下，库存在中等水平。 本周安徽合肥地区水泥趋稳运行，4 月上旬第二次价格上调执行不到位，企业上调幅度为 10 元/吨，现 P.O42.5 散装到位价 255-265 元/吨，下游需求相对稳定，企业出货在 8-9 成，库存在 60%左右。沿江铜陵和芜湖等地价格上调基本执行到位，P.O42.5 散到到位价 275 元/吨，周初雨水天气较多，下游需求受到影响，企业出货在 6-7 成，周末天气放晴，下游需求开始恢复。安徽北部宿州和蚌埠等地区高标号价格小幅上调 10 元/吨，下游需求稳定，

企业出货在 7-9 成，熟料供应比较紧张，加之本区域市场价格相对偏低，为提升利润，企业推动价格上调，节后低标号价格也有上调预期。受持续降雨影响，安徽沿江熟料库存均有所增加，普遍升至 50%左右，水泥库存 60%-70%。

江西南昌和九江地区周末天气放晴，下游需求有所恢复，企业出货在 9 成上下，加上企业轮换停产检修，熟料和水泥库存存在中等水平，企业计划 5 月份继续推涨价格，能否成功视需求恢复情况。赣东北地区水泥价格保持平稳，雨水天气断断续续，下游需求明显减弱，企业出货在 7 成上下，目前生产线正在进行停窑限产，库存增加不明显。

上海地区水泥价格平稳运行，雨水天气减少，下游需求环比增加 5%左右，企业出货在 8 成上下，库存在 60%。福建福州地区水泥价格趋稳运行，P.O42.5 散到位价 260 元/吨，雨水天气减少，下游需求环比增加，企业出货在 7 成左右，库存仍旧处在高位。

中南地区水泥价格大稳小动。广东珠三角地区水泥价格暂稳运行，周末雨水天气减少，下游需求恢复迅速，企业出货普遍在 8 成左右，库存仍旧高位运行，部分在 70%-80%，第二次价格上调计划推迟到 5 月初，此次华润和海螺两家大型企业积极性较高，成功可能性较大。

广西南宁地区水泥价格平稳运行，P.O42.5 散装到位价在 240-260 元/吨，进入 4 月份，南宁地区雨水天气频繁，工程和搅拌站开工受到影响，加之恰逢农忙时期，下游需求进一步减弱，多数企业出货在 7 成上下，部分企业库存压力较大。玉林和贵港地区下游需求稍好，企业出货稳定在 8 成左右，库存依旧处在高位，市场价格以稳为主。

海南海口地区散装水泥上调 30 元/吨，袋装上调 20 元/吨，P.O42.5 散装到位价在 280-310 元/吨。天气放晴，下游需求恢复迅速，部分企业出货能达正常水平，且前期价格下调后，行业利润收缩，在需求好转后，企业开始推动价格上调。

中南

湖南长株潭地区水泥价格以稳为主，近期雨水天气频繁，民用建房、房地产和市政工程等基本处于半停工状态，并且对重点工程施工也造成较大影响，水泥需求疲软运行，虽然持续降雨抑制粉磨企业熟料消耗，但南方停窑减产后，主导企业熟料库位增加不明显，水泥库存高位运行，在 70%及以上水平。岳阳地区天气晴好，下游需求稳定，企业出货在 8 成左右，库存在 60%左右，为防止外围水泥大量进入，企业出厂报价只能以稳为主。

湖北武汉及鄂东地区涨价仍在推涨过程中，天气放晴，下游需求恢复，企业出货在 8 成及以上，部分可达产销平衡，但由于前期雨水天气较多，企业库存偏高运行，本次涨价还未完全执行到位，由于外围江西实施停窑涨价策略比较成功，湖北鄂东企业存有停窑推涨意愿，后期落实情况有待跟踪。宜昌地区水泥价格再次下调 20 元/吨，3-4 月份累计下调幅度 30-40 元/吨，宜昌地区下游市场需求恢复尚可，企业发货均好于 2015 年同期水平，价格走低主要是受新增产能释放影响，随着葛州坝水泥第一条 5000t/d 熟料生产线投产，为拓展市场价格出现走低。

西南

西南地区水泥价格局部上调。四川南部乐山、雅安、凉山和攀枝花地区水泥价格上调 20 元/吨，其中雅安地区 P.O42.5 散到位价 250-260 元/吨，川南地区水泥价格一直低位运行，企业处在亏损边缘，通过生产线停窑限产，库存得到控制，企业自律推动市场价格上调，目前雨水天气依旧较多，下游需求恢复缓慢，乐山、雅安和凉山地区企业出货仅在 6-7 成，攀枝花稍好在 7-8 成，价格执行情况仍需跟踪。成都地区水泥价格平稳运行，下游需求稳定，企业出货在 6-7 成，库存偏高运行。

重庆地区水泥价格以稳为主，雨水天气稍多，但随着工程启动，下游需求环比增加，企业出货并无明显减少，多数在 7 成上下。贵州贵阳地区水泥价格平稳运行，雨水天气较多，

下游需求恢复不佳，企业出货在 6-7 成，库存偏高运行。遵义地区袋装价格下调 20 元/吨，进入 4 月中旬，雨水天气断断续续，下游需求恢复缓慢，随着新增产能陆续投产，供需矛盾进一步加剧，市场竞争比较激烈，海螺首先下调袋装价格，其他企业随后陆续跟调。云南昆明水泥价格趋稳运行，天气放晴，下游需求好转，企业出货恢复到 8-9 成，由于前期雨水较多，库存上升明显。

西北

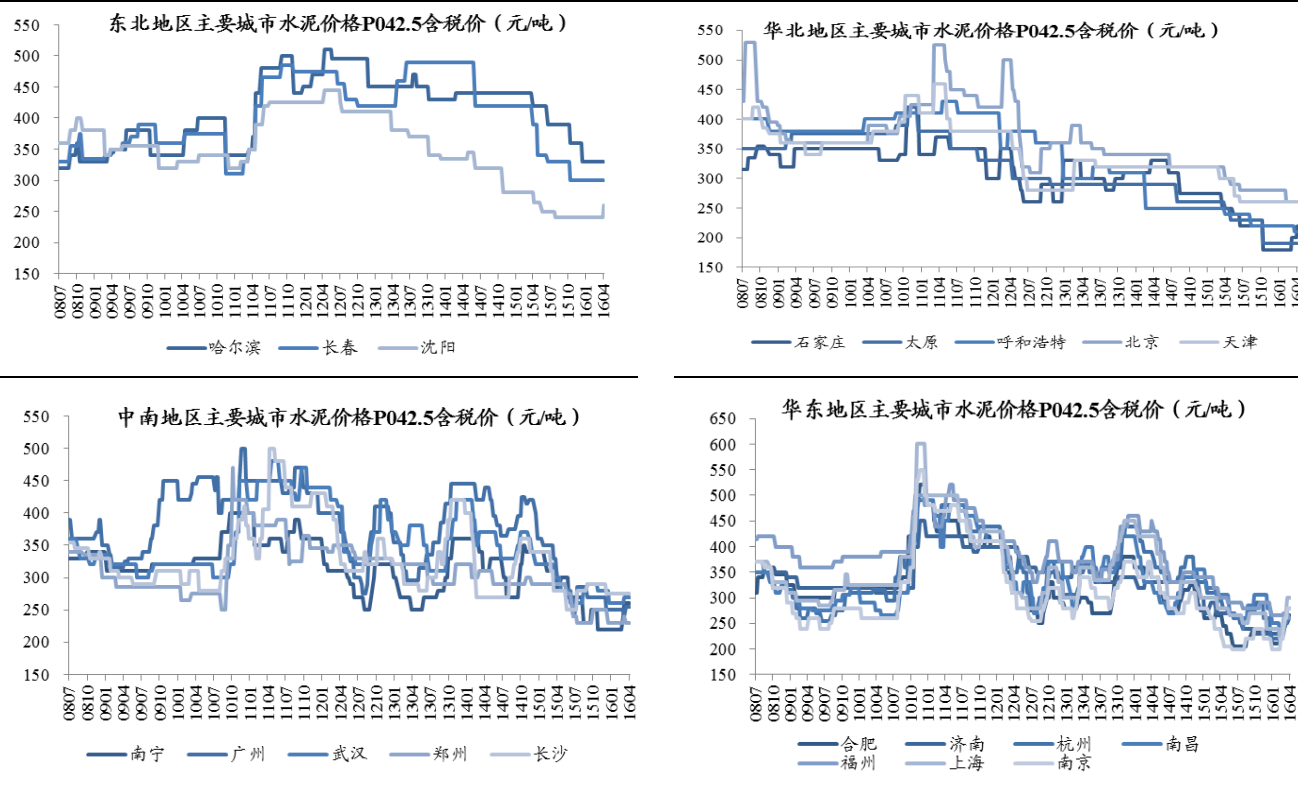
西北地区水泥价格以稳为主。陕西关中地区水泥价格保持平稳，天气晴好，下游需求继续提升，主要是袋装水泥出货较好，房地产和市场工程项目启动缓慢，散装出货增加不明显，目前出货好的企业日发货量可达 7 成。甘肃兰州水泥价格平稳运行，下游需求同样有所好转，库存中等水平；平凉地区水泥价格保持平稳，水泥需求逐步好转，袋装市场基本恢复正常，散装需求仍旧疲软，目前企业出货在 6 成左右，企业根据销量生产水泥，库存中等水平。

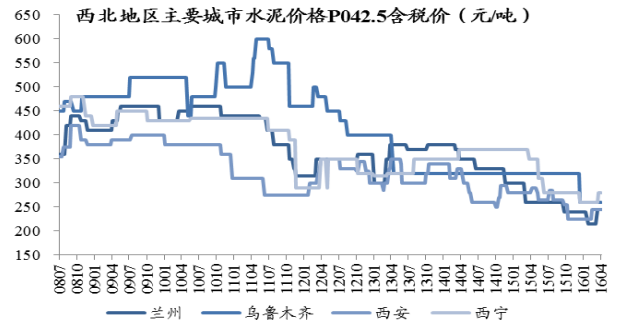
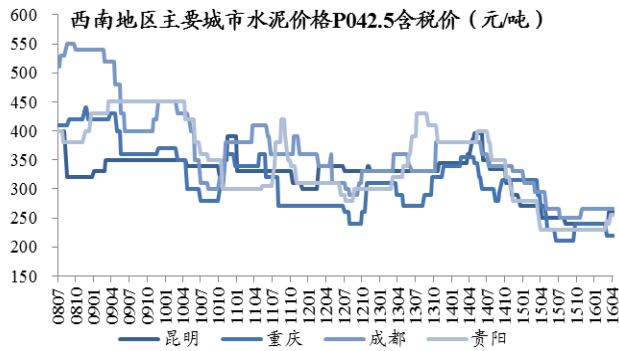
东北

东北地区水泥价格平稳运行。辽宁市场需求恢复依旧较弱，企业出货在 3 成左右，环比增加不明显，由于生产线刚刚复产，企业库存偏低运行，并且后期企业将根据市场需求情况，控制运转率，同时企业生产成本将会有所增加，所以目前天瑞、山水、台泥和冀东等大企业均坚持前期上涨报价，市场价格调至上涨，五月待实际执行情况再做修正。吉林地区水泥价格平稳运行，P.O42.5 出厂价均在 300 元/吨以上，下游需求已经恢复到 4-5 成，仅主导企业价格公布上调，市场价格暂不调整。黑龙江哈尔滨地区下游需求继续恢复，有重点工程支撑，企业出货能达 5-6 成，市场价格平稳运行。

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 6：各省水泥价格继续上涨（单位：元/吨）





数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.1. 库存跟踪

4月22日至4月29，上周全国水泥库容比为67.93%，环比增加0.12个百分点。

华北：库容比71.54%，环比下降1.92个百分点；

东北：库容比71.3%，环比下降2.5个百分点；

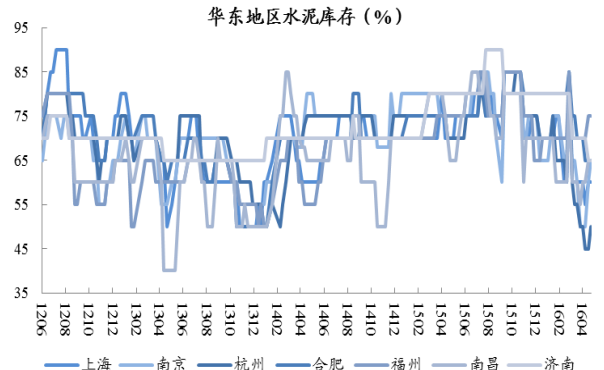
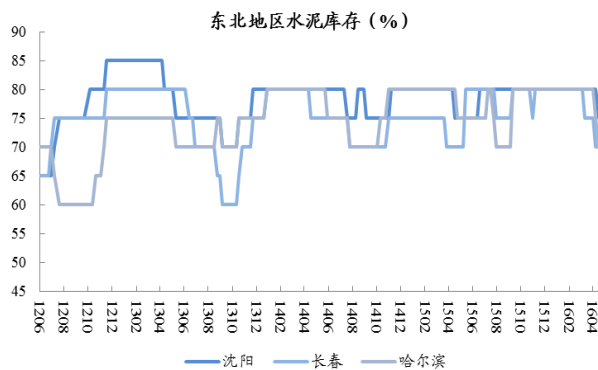
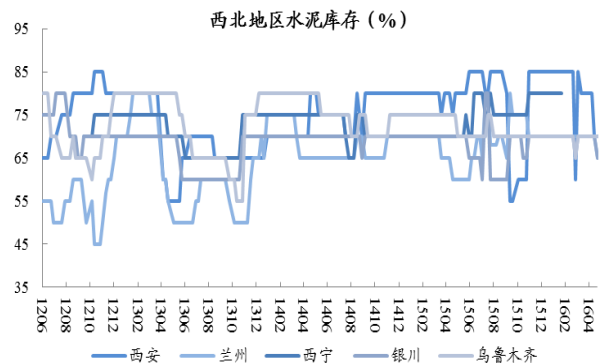
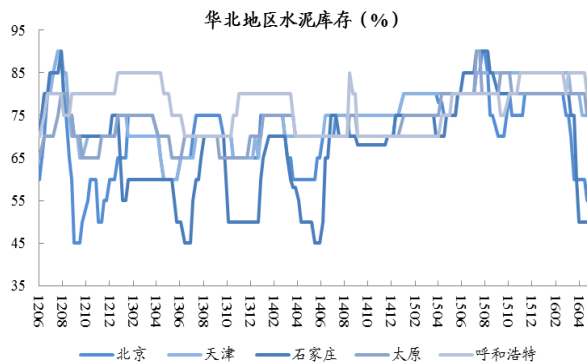
华东：库容比61.88%，环比增加2.08个百分点；

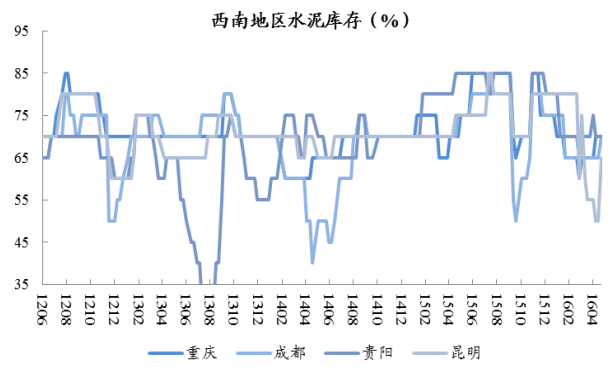
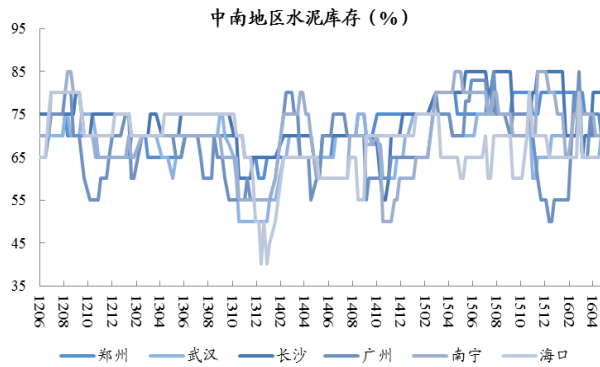
中南：库容比70.5%，环比下降0.25个百分点；

西南：库容比70%，环比增加3.13个百分点；

西北：库容比68.3%，环比减少1.67个百分点；

图7：全国主要城市水泥生产企业水泥库存受雨水影响变动不一





数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.2. 生产线及产能动态

2015 年 1-12 月份新投产生产线统计

表 3： 2015 年 1-12 月新投产统计

投产	区域	省份	企业名称	设计产能 (T/D)	地址
2015 年 1 月 6 日	西北	青海	青海盐湖海纳化工有限公司	2500	盐湖海纳
2015 年 1 月 8 日	西南	贵州	铜仁海螺盘江水泥有限责任公司	4500	铜仁市
2015 年 3 月 5 日	华南	广西	广西崇左南方水泥有限公司	4500	崇左市
2015 年 5 月 8 日	西南	贵州	贵阳盘江海螺水泥有限公司	4500	贵阳市
2015 年 6 月 8 日	中南	湖南	湖南永州祁阳海螺二期	5000	永州市
2015 年 6 月 18 日	华东	江西	江西九江庐山海螺二期	3000	九江市
2015 年 6 月 18 日	华南	广西	广西崇左红狮	4500	崇左市
2015 年 7 月 1 日	华南	广东	阳春海螺水泥有限责任公司	12000	阳春市
2015 年 7 月 21 日	西南	四川	四川峨胜水泥六线	4600	峨眉山市

数据来源：数字水泥网，卓创资讯，国泰君安证券研究

停窑状况及计划：

北方地区错峰生产安排：

北京、天津、河北、山西、内蒙古自 2015 年 11 月 15 日至 2016 年 3 月 15 日；

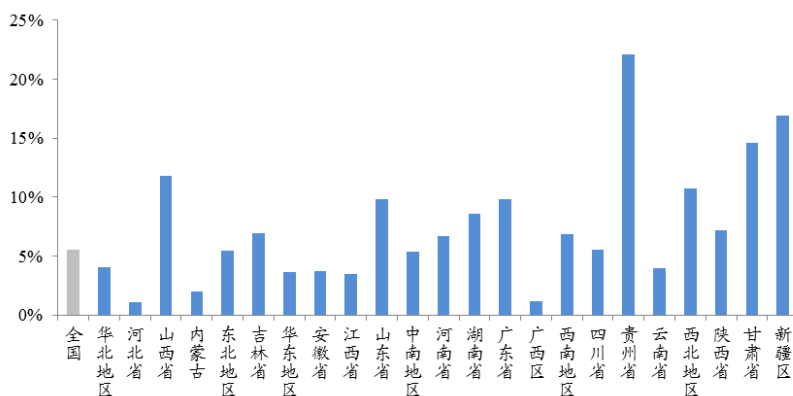
辽宁、吉林、黑龙江、新疆自 2015 年 11 月 15 日至 2016 年 3 月 31 日；

陕西、甘肃、青海、宁夏自 2015 年 12 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日；

山东自 2016 年 1 月 1 日至 2 月 29 日；

河南自 2016 年 1 月 15 日至 3 月 15 日。

图 8： 2015 年部分省份新增产能压力——贵州省压力居首

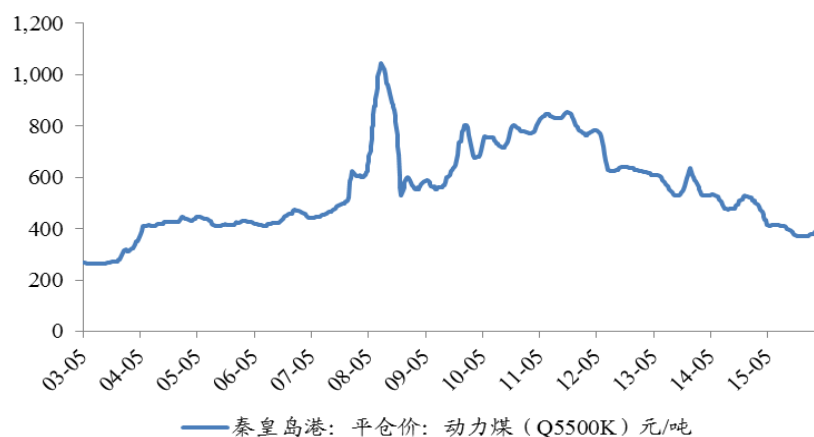


数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.3. 主要成本：煤炭价格

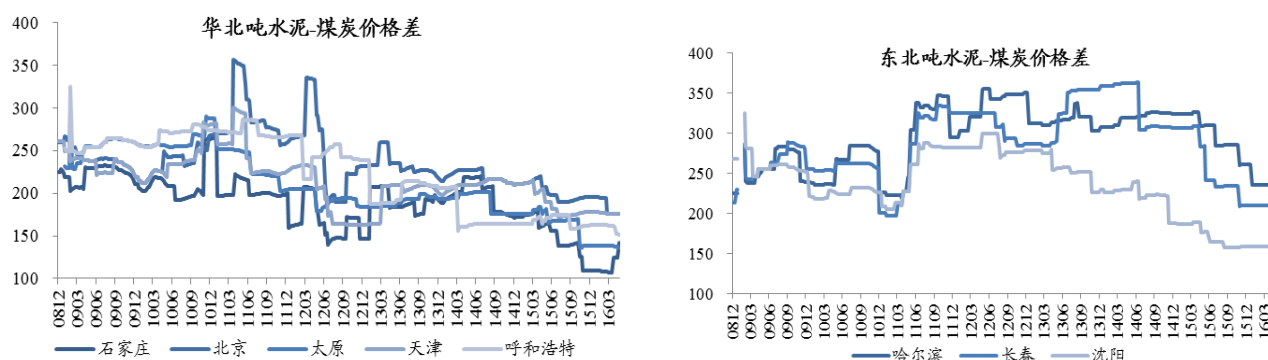
秦皇岛港动力煤平仓价格 390 元/吨，环比持平。

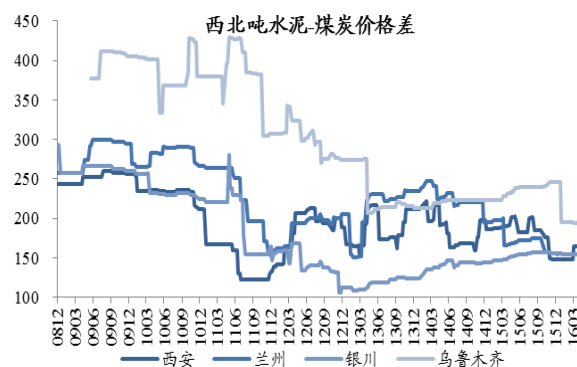
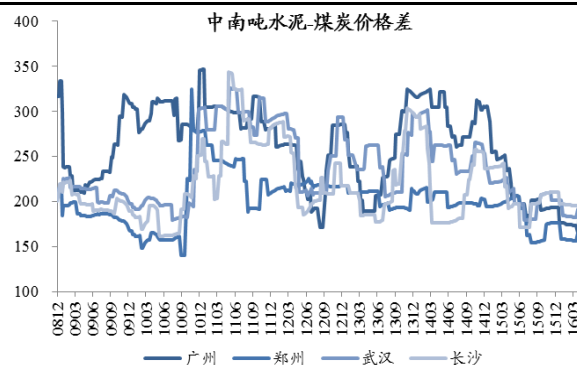
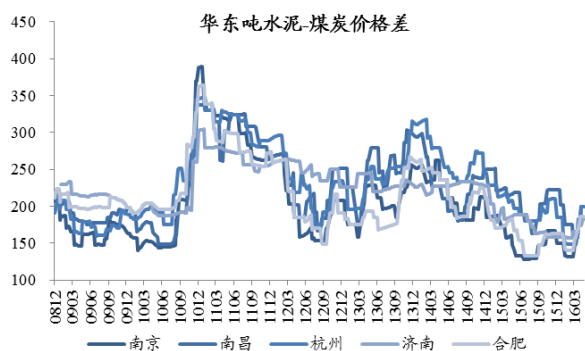
图 9： 煤炭价格低位企稳反弹



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 10： 全国多省水泥-煤炭价格差旺季反弹（元/吨）





数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

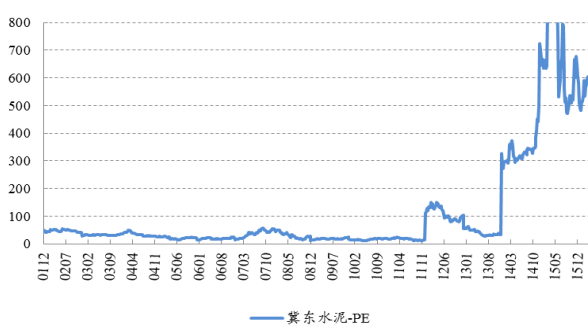
2.4. 重点水泥股估值跟踪

表 4: 主要水泥股吨 EV、PB (2016 年 5 月 2 日)

证券简称	股价	总市值 (亿元)	年底产能 (万吨) 2015	吨 EV 值 (元)	PB-对应 2015	历史最低 PB	
						出现日期	PB 值
海螺水泥	16.17	856.90	26220	351.22	1.22	2016-01-29	1.019
华新水泥	7.53	112.77	5435	323.88	1.17	2016-02-05	0.910
万年青	6.83	41.89	1200	507.65	1.59	2015-09-02	1.481
塔牌集团	8.67	77.57	1300	614.17	1.77	2014-03-14	1.376
天山股份	6.38	56.15	3600	378.21	0.87	2014-01-10	0.705
青松建化	4.48	61.77	2200	440.66	1.35	2014-01-10	0.896
金隅股份	8.45	451.14	5220	1,322.82	1.18	2014-02-28	0.902
冀东水泥	10.90	146.88	8200	408.04	1.46	2014-01-17	0.809
亚泰集团	5.11	132.86	2545	1,573.15	1.16	2014-06-20	0.842
祁连山	6.97	54.11	2800	314.24	1.13	2016-02-05	1.062

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 本周全国各省水泥估值



数据来源：数字水泥网，wind，国泰君安证券研究

3. 玻璃行业

月末全国白玻均价 1190 元，环比上月上涨 1 元，同比 2015 年上涨 58 元。考虑到原料重油、燃气等的下降，2016 年玻璃行业盈利状况大幅好于 2015 年，吨毛利处于近 5 年的较好水平。

四月份现货市场整体运行呈现北强南弱的趋势，北方市场受到季节性气候影响，房地产装饰装修对玻璃等产品的需求环比增加，深加工企业订单较好，沙河本月价格累计上涨约 60 元；南方市场阴雨天气较多，深

加工企业订单一般，而华中和华南等市场的冷修生产线点火复产数量增加造成了本区域内供给矛盾增加，市场价格下行加速。

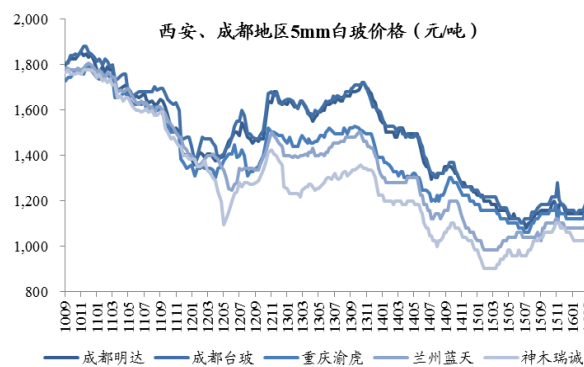
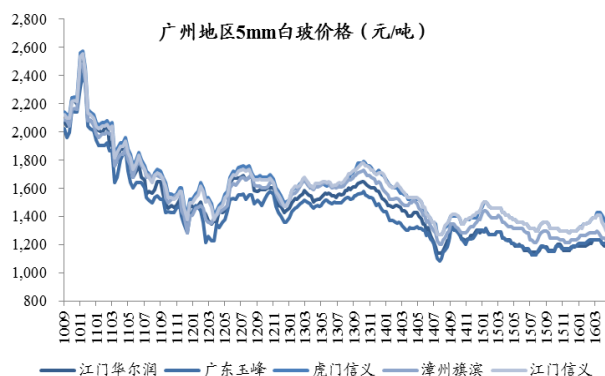
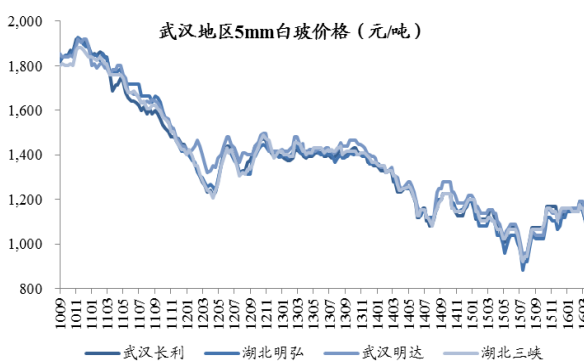
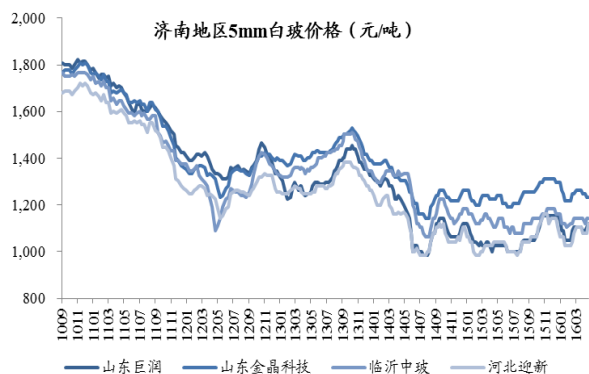
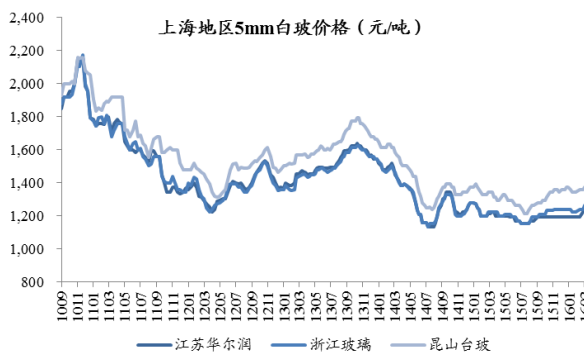
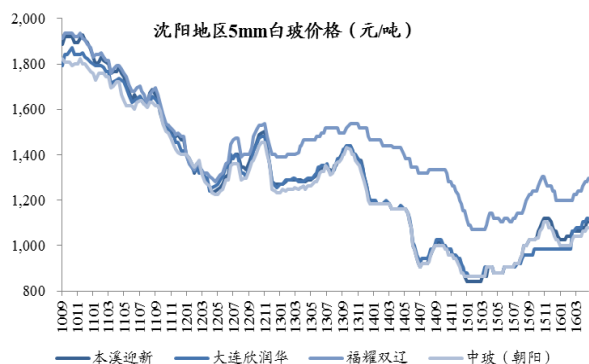
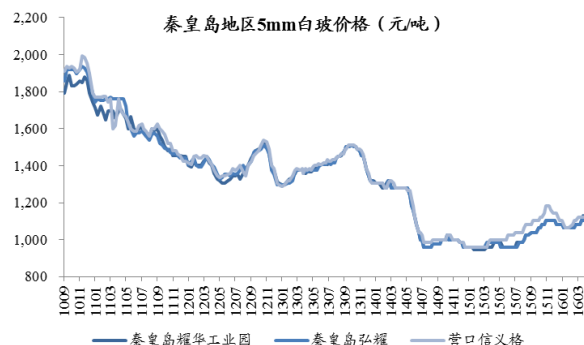
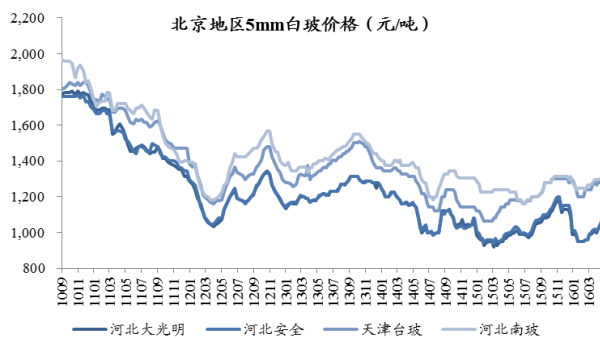
按照目前盈利能力我们判断冷修线仍将陆续点火。近期玻璃价格主要受地产销售支撑，但难熬的去产能时间再被推后（玻璃下游 70%是地产），玻璃股的投资机会在转型及升级。

表 5：2016 年 4 月 21 日-2016 年 4 月 28 日玻璃市场变动

地区	变动情况
华东	本周华东市场浮法玻璃均价 1223.62 元/吨，较上周涨 1.04 元/吨，涨幅 0.08%。本周华东浮法玻璃市场厂家根据自身情况调整，山东巨润价格小涨 1 元/重量箱，但江浙一带成交仍显灵活，近期少数厂价格略松动。山东巨润延续出货良好势头，库存降至偏低水平，价格继续小涨。与此同时，华中价格依旧低位，江苏少数厂价格略松动，高档产品主流出厂 66-70 元/重量箱。卓创资讯认为，目前企业出货虽尚可，但多数对后市并不乐观，看稳者居多，多担心外围货源冲击，继续持稳观望为主。
华南	本周华南玻璃市场均价为 1295.56 元/吨，较上周跌 0.44 元/吨，跌幅 0.03%。本周华南玻璃市场大致走稳，部分厂依然存在促销优惠政策，市场实际成交维持较低水平。受降雨影响，原片存储、运输难度加大，下游客户拿货积极性不高，多数加工厂面临较大的资金压力，囤货意向不大。卓创认为，短期华南市场需求面难寻利好，业者谨慎观望，价格或低位整理为主。
华北	本周华北市场周均价为 1070.16 元/吨，较上周涨 16.45 元/吨，涨幅 1.56%。本周华北玻璃市场延续强势，沙河多数生产企业价格连日上调，主流涨 1-2 元/重量箱，期间出货略有放缓，主因还是薄板货源十分紧俏，厂家库存少量，而厚板成交相对偏少，但厂家整体库存仍是低位。京津唐市场交投氛围尚可，期间河北润安和天津中玻价格小幅上调，库存较之前有所减少。
华中	本周华中玻璃市场均价为 1174.00 元/吨，较上周涨 3.20 元/吨，涨幅 0.27%。本周华中玻璃市场小幅上行，受沙河市场连续涨价提振，以及下游需求好转带动，湖北、湖南多数厂家价格累计上调 1-1.5 元/重量箱，其中少数企业进行了多轮喊涨；河南厂家价格上调 1 元/重量箱。目前华中地区厂家出货基本维持产销平衡，少数可略去库存。卓创认为，五一假期临近，加之武汉长利 1000 吨汉南二线 5 月份中上旬即将引头子，短市或为盘稳整理行情。
西南	本周西南玻璃市场运行平稳，上周五仍有个别厂家小幅提价，绝大多数厂家守稳运行，整体成交不温不火。下游加工厂订单情况较稳定，但临近五一假期，原片生产商调价谨慎，预计五一前西南市场或延续平稳态势为主。
西北	本周西北浮法玻璃市场稳中小涨，陕西部分厂薄板小涨 0.5-1 元/重量箱，其他持稳。据卓创资讯了解，目前西北企业整体出货情况仍偏于一般，库存水平偏高，并难以消化。中间商生意一般，卓创预计短期市场多稳，静待 5 月份需求进一步回暖。
东北	本周东北玻璃市场大稳小动，下游需求复苏，市场整体成交氛围较好，厂家库存均降至低位。继上周本溪玉晶、双辽迎新以及营口信义价格上调之后，凌源中玻价格亦跟进 1 元/重量箱。由于下游需求支撑力度强，短期东北地区看稳。

数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

图 12： 本周全国各省玻璃价格仍区域分化

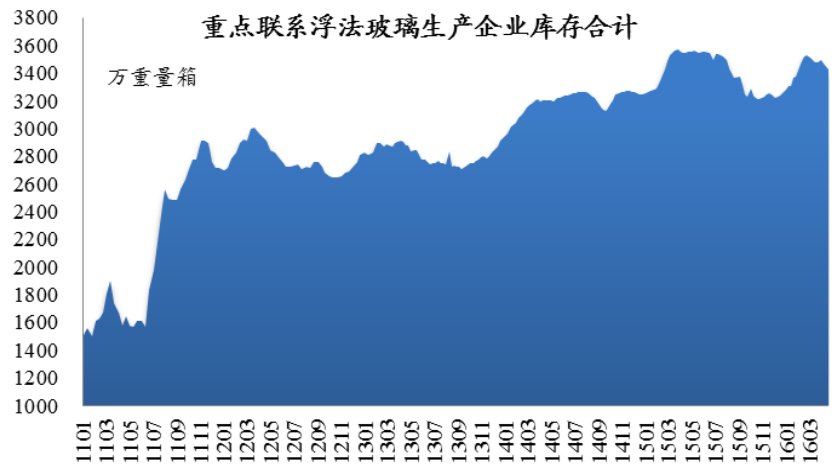


数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

3.1. 库存变化

月末行业库存 3397 万重箱，环比上月增加-85 万重箱，同比 2015 年增加-158 万重箱。月末库存天数 14.44 天，环比上月增加-0.46 天，同比 2015 年增加-0.14 天。

图 13： 重点联系浮法玻璃企业月度库存高位回落（万重箱）



数据来源：中国建材信息总网，国泰君安证券研究

图 14: 库存去化时长：过去两年库存水平略超历史均值（15 天左右）



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

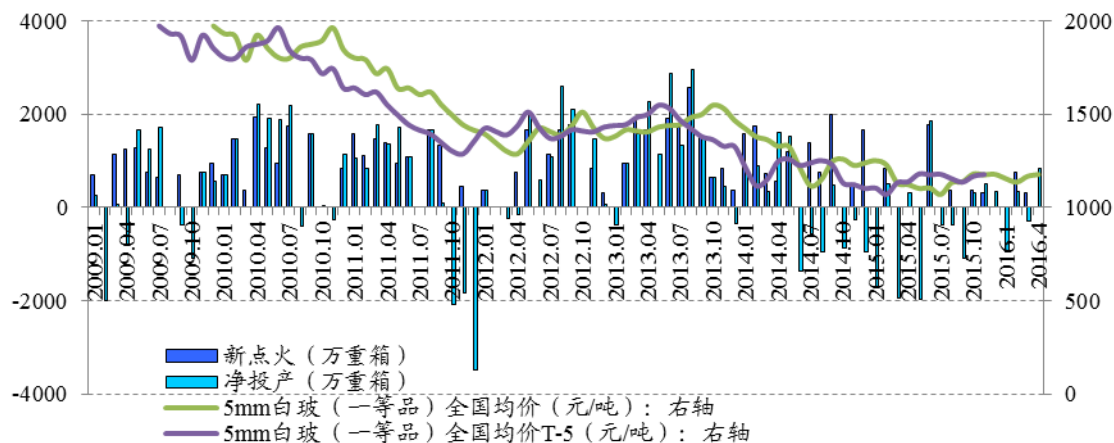
3.2. 生产线及产能

供应面：截至上周四，全国浮法玻璃生产线共计 294 条，在产 222 条。本周点火复产 1 条，改产 1 条，无冷修、新点火生产线，具体如下：

复产生产线：山西利虎玻璃（集团）有限公司 500 吨三线 4 月 22 日点火复产。

改产生产线：醴陵旗滨玻璃集团股份有限公司 600 吨三线原产水晶灰，4 月 26 日改产旗滨蓝。

图 15: 月度新增产能：新点火及净投产（2009.01 ~ 2016.4）



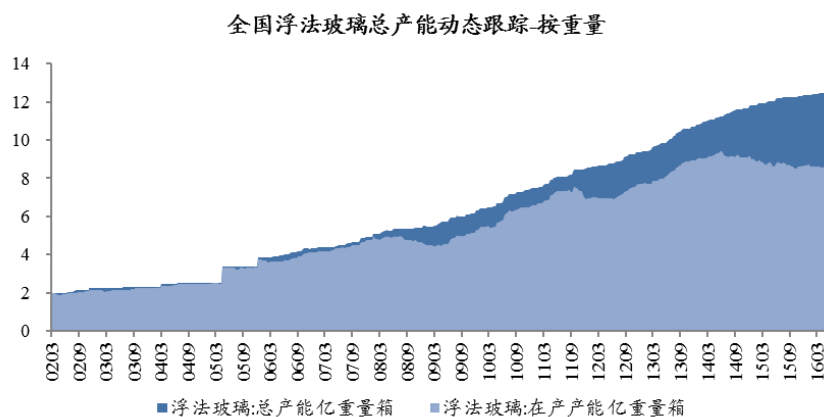
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

产能统计：

月末全国白玻均价 1190 元，环比上月上涨 1 元，同比 2015 年上涨 58 元。月末浮法玻璃产能利用率为 69.03%；环比上月上涨 0.43%；同比 2015 年上涨-4.45%。在产产能 85842 万重箱，环比上月增加 540 万重箱，同比 2015 年增加-3114 万重箱。

产能方面，前期点火的洛阳玻璃汝阳一线 650 吨引板生产。武汉长利汉南一线 900 吨冷修完毕点火烤窑。

图 16： 全国浮法玻璃生产线动态跟踪（按产能）



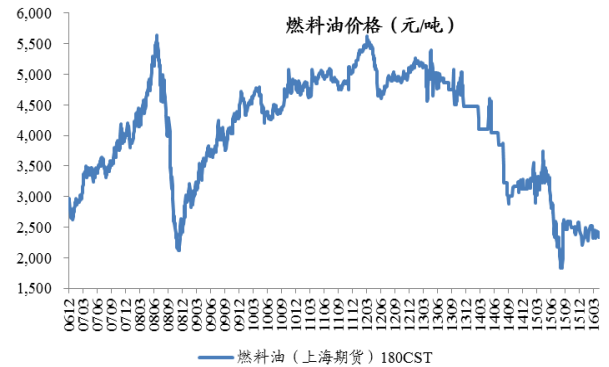
数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

3.3. 主要成本：纯碱、燃料油价格

本周 IPE 布伦特原油期货价格上升 6.6%，至 48.14 美元/桶。重质纯碱价格环比下降 6.25%，主流送到终端价在 1500 元/吨。

图 17： 纯碱（重质） 华东价格下调 100 元/吨

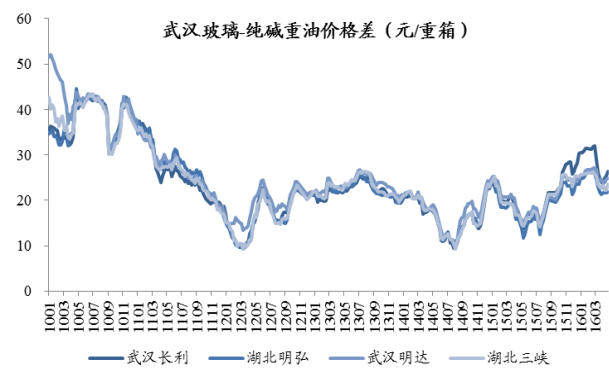
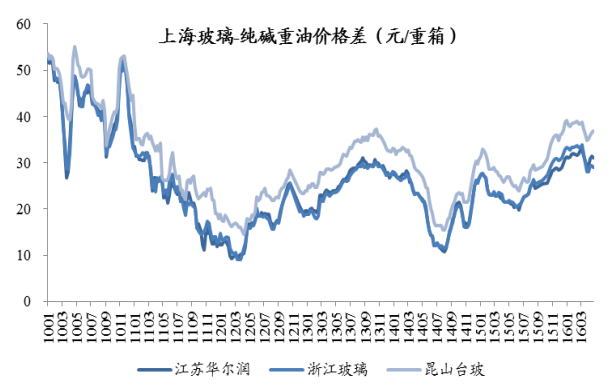
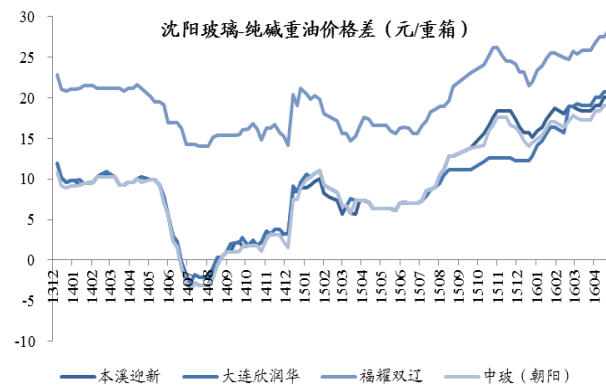
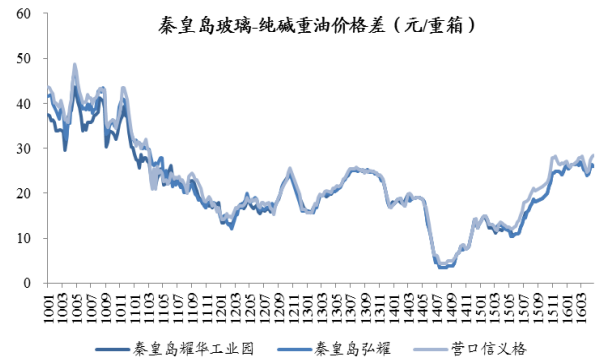
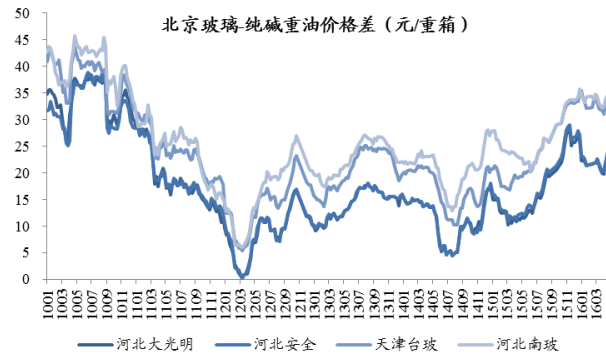
图 18： 燃料油（上海期货）价格反弹震荡

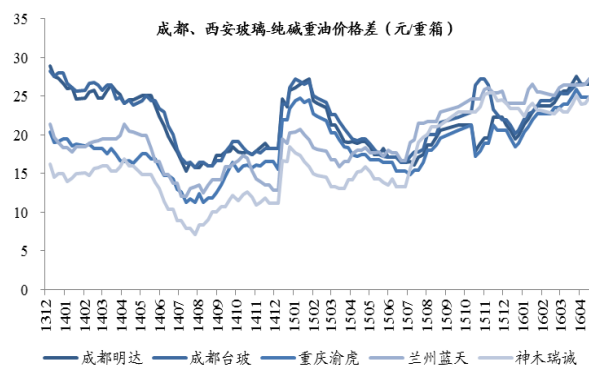
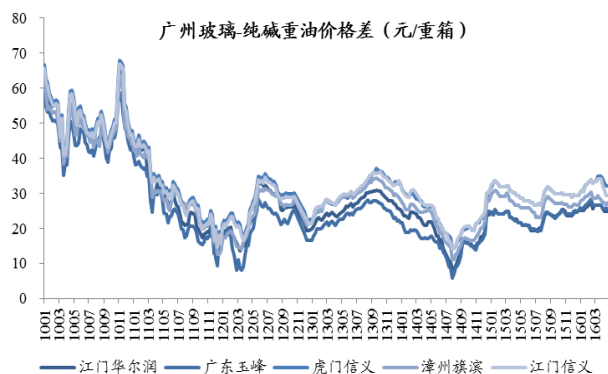


数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

图 19： 全国各省玻璃-重油纯碱价格差随玻璃价格分化





数据来源：中国玻璃信息网，国泰君安证券研究

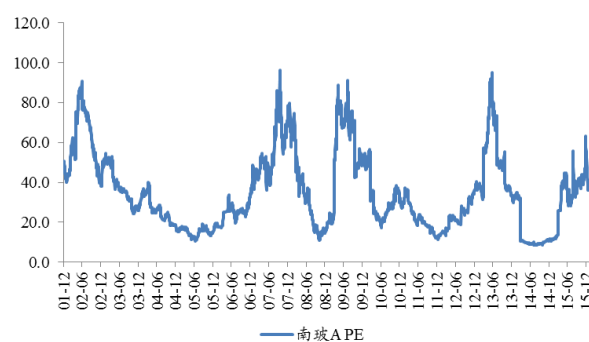
3.4. 重点玻璃股估值跟踪

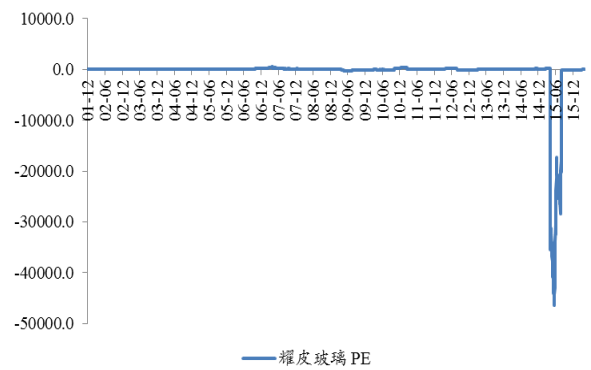
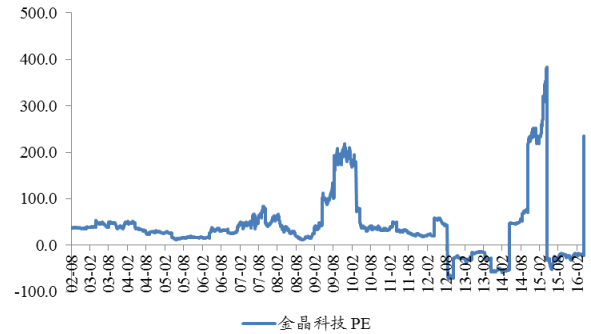
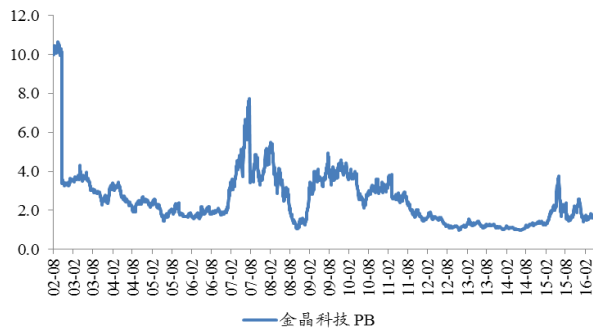
表 6：主要玻璃股 PB（2016 年 5 月 2 日）

证券简称	股价	总市值（亿元）	PB-对应最新财报	历史最低 PB	
				出现日期	PB 值
南玻 A	11.28	234.10	2.90	1996/1/22	1.27
旗滨集团	3.41	86.11	1.67	2013/7/8	1.33
金晶科技	4.36	63.61	1.61	2012/12/3	0.93
耀皮玻璃	6.73	62.92	2.23	2006/4/28	1.15

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 20：重点玻璃企业估值





数据来源：数字水泥网，wind，国泰君安证券研究

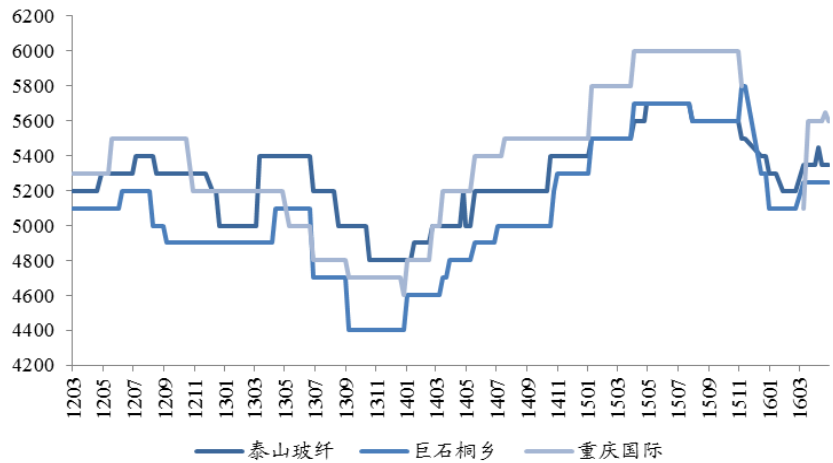
4. 玻纤行业

本月国内玻璃纤维市场稳中向好运行，上市公司主要产品无碱粗纱成交良好，企业库存低位，本月板材纱、毡纱价格提涨 200 元/吨，其他品种价格基本稳定；下游短切毡市场运行良好，并且出口市场亦表现不错，带动上游毡用纱、毡纱价格上涨 200 元/吨（4%左右）。

产能方面，泰山玻纤年产 10 万吨无碱池窑三期工程 4 月 18 日点火；中材金晶年产 4 万吨无碱池窑生产线 4 月 10 日冷修；

我们认为玻纤景气逻辑需重新审视，不仅是风电装机驱动，需求结构升级带来的供给隐性出清，重点推荐中国巨石，出口占比提升及产品升级较快，2016 年业绩仍看 50%以上增长。

图 21： 玻纤提价到位（元/吨）（2400 缠绕纱）



数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

5. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要的下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内我们预判煤炭价格上行空间不会很大，但一旦上涨，短期内影响水泥企业的盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		