



景气高位估值杀,着眼业绩支撑下优质和龙头公司超跌修复机会

——建材行业 2018 年下半年投资策略

2018 年 07 月 13 日

中性/下调

建筑材料 半年度报告

投资摘要:

2018 年上半年建材行业景气处于高位, 估值杀指数持续下跌。2018 年上半年建材行业公司业绩继续处于高增长态势当中, 但是股价上涨的公司除 2 家新股外就 6 家。主要是在 PPP 清理和地产预期下行的需求悲观预期导致的估值杀。

2018 年上半年的地产棚改和加速开工产生的需求引擎下半年趋弱。上半年棚改货币化安置释放很大购房需求和流动性, 加上回乡置业及投机的推力, 在 1-2 线城市地产销售同比大幅下滑的情况下, 三四五线销售保持较好态势。同时 2017 年土地购置面积较多, 住宅地产加速开工回笼资金致新开工增速较好, 以上使得地产上半年继续保持较好的增长态势, 拉动建材行业的相关需求改善。同时经济复苏下制造业投资相关需求也得到改善, 但基建投资相关需求继续下降。2018 年 6 月底棚改政策收紧对 4 季度和 2019 年三四五线地产相关需求改善影响很大, 加上地产新开工趋缓使得地产下半年总体需求受制缓降的概率大, 加上 PPP 规范和进运营期基建需求的颓势也会继续。但在主动而为的防风险去杠杆和潜在经济增速下降情况下需求下降可控且忍耐力提升。行业景气度边际改善看不到驱动, 但中美贸易战的持续会加速政策的变化。

水泥看协同环保, 玻纤看海外, 耐材、装饰管和防水看成本转嫁和集中度提升。水泥行业进入寡占阶段, 协同和环保对于供给端的控制在下半年将对行业景气度态势起到重要的作用, 龙头企业继续强者恒强。玻璃产能产能压力大, 关注实业者过度悲观预期延迟复产带来的机会。玻纤行业集中度高, 下游需求分散, 产能释放多, 海外拓展空间大。耐火材料、装饰管和防水看成本转嫁能力以及集中度提升带来新的成长。装饰管需求稳定, 和防水成本转移能力决定业绩表现, 耐材行业连续多年收缩, 龙头企业进入集中度快速提升的阶段。

投资策略: 在行业景气度趋弱的环境下, 估值中枢下移, 业绩成为支撑股价主要因素。只有优质和龙头公司才能够市占率不断提升, 获得更多资源支持, 进入更快地发展阶段, 劣质公司将被淘汰。摒弃周期研究思路从下而上选择优质个股和龙头公司才是下半年的方向, 把握超跌带来的估值修复机会。重点推荐海螺水泥、福耀玻璃、伟星新材、濮耐股份和中国巨石。

风险提示: 需求衰退时间超出市场预期和供给端改善低于预期。

分析师: 赵军胜

Tel: 010-66554088

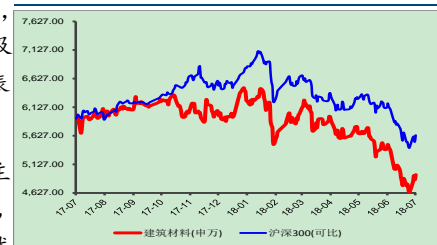
Email: zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512070003

细分行业	评级	动态
水泥行业	看好	维持
玻璃行业	中性	维持
玻纤行业	中性	维持
耐火材料	看好	维持
行业基本资料		占比%
股票家数	77	2.24%
重点公司家数	30	39%
行业市值	6740.07 亿元	1.23%
流通市值	2774.86 亿元	1.41%
行业平均市盈率	16	/
市场平均市盈率	18	/

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《等待新周期, 着眼微刺激、外需和轻资产-建筑建材行业 2014 年下半年投资策略》 2014. 06. 25
- 《新周期中强者恒强, 变者变强-建材行业 2015 年投资策略》 2014. 12. 25
- 《建材建筑行业 2016 年年度策略报告: 估值修复和结构机会下两线四翼抓黑马》 2015. 12. 2
- 《着眼地产后周期和市政基建链, 把握预期差机会 2017 年建筑建材行业 2017 年投资策略》 2016. 12. 22
- 《不悲观不乐观, 业绩支撑着眼三季预期差和四季预期改善-建筑建材行业 2017 年下半年投资策略》 2017. 7. 13
- 《内驱未质变, 预期差机会常在-建材建筑行业 2018 年投资策略》 2017. 12. 22

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
海螺水泥	2.99	5.06	5.38	11	7	6	2.06	强推
福耀玻璃	1.26	1.57	1.88	20	16	13	3.61	强推
伟星新材	0.81	1	1.25	21	17	14	8.21	强推
濮耐股份	0.02	0.25	0.3	275	22	18	2.03	强推
中国巨石	0.74	0.85	1.01	14	1	10	3.01	强推

资料来源: 公司财报、东兴证券研究

目录

1. 2018 年上半年市场回顾：业绩持续增长，估值下移	5
1.1 估值重估和双杀致行业指数持续下降，个股绝对正收益较少	5
1.2 2018 年一季度建材行业继续保持高景气，二季度继续向上	5
1.3 估值杀为主，估值中枢下移	6
2. 2018 年下半年需求分析：地产受制下行，需求边际趋弱	6
2.1 上半年棚户区改继续影响三四线地产支撑行业需求	6
2.1.1 全国前 10 大和 30 大城市地产销售面积同比继续大幅下降	6
2.1.2 三四五线城市地产销售旺盛带动地产总销售面积保持正增长	7
2.1.3 棚户区改造、回乡置业和投机资金等增量推动三四五线城市地产销售保持高增	7
2.1.4 棚改带来三四五线城市很大的购房需求	8
2.2 上半年地产加速开工地产支撑行业整体需求	9
2.2.1 住宅地产新开工加速，推动地产相关需求改善	9
2.2.2 2017 年土地购置面积较多，带来 2018 年地产新开工增速稳定	10
2.3 上半年制造业投资增速持续改善推动相关需求	11
2.4 上半年基建颓势不改，需求边际贡献持续趋弱	11
2.4.1 2018 年上半年基建投资增速持续下降	11
2.4.2 基建各行业投资增速均持续向下，经济内生性细分行业增速向上	12
2.5 2018 年下半年主引擎地产需求驱动趋弱，基建弱势不改	13
2.5.1 棚改造政策变化抑制三四五线城市地产景气和市场流动性，但需要过程	13
2.5.2 PPP 规范和进运营期以及地产下行趋势影响地方政府未来发力基建	14
2.5.3 经济潜在增速下降、内生动力和主动防风险保证需求不可能出现不可控的下滑	15
2.5.4 2018 年下半年建材行业景气度边际改善看不到驱动，着眼贸易战加速政策转变	16
3. 行业情况：控制力、海外拓展、成本转嫁和市占率是关键	16
3.1 水泥行业寡占阶段，市场协同和环保仍是关键	16
3.1.1 水泥行业进入寡占阶段，市场控制力增强	16
3.1.2 水泥新增产能增加影响很小，关键是协同的稳定性	17
3.1.3 环保持续力度对供需格局影响大	17
3.2 玻璃行业产能过剩依然较大，冷修复产情况影响供需变化	17
3.3 玻纤行业高寡占，龙头看海外发展	18
3.3.1 玻纤行业集中度高下游需求分散	18

3.3.2 玻纤行业新增产能较多，关注海外市场的拓展情况	18
3.4 耐火材料行业收缩，集中度提升	19
3.4.1 耐火材料行业持续 4 年收缩，产量连续 4 年负增长	19
3.4.2 耐火材料行业规模大集中度低，行业收缩有利于集中度提升	19
3.5 防水和 PPR 管材行业品牌优势凸显	19
4. 投资策略：去杠杆下半场估值重估，从下而上选优质和龙头	21
4.1.1 防风险主动整改前期问题，周期后半段去杠杆进下半场	21
4.1.2 关注政策变化和 risk 偏好，把握业绩支撑的优质龙头个股超跌机会	21
4.1.3 政府忍耐度提升情况下淡化周期波动，从下而上选择优质和龙头个股	21
4.1.4 风险提示：需求衰退的时间超出预期和供给端改善低于预期	22

表格目录

表 1：棚户区改造货币安置增加住房购买力	9
表 2：2018 年国内水泥熟料产能（亿吨）变化	17
表 3：2018 年浮法玻璃产能（万重箱）变化	17
表 4：国内玻璃纤维产能（万吨）变化	18
表 5：防水行业品牌首选比率变化	20
表 6：重点跟踪公司	22

插图目录

图 1：申万建材行业指数变化	5
图 2：建材行业扣非后 ROE 和净利润增速	6
图 3：建材行业毛利率和净利润变化	6
图 4：全国前 10 大城市房地产销售面积和增速	6
图 5：全国前 30 大城市房地产销售面积和增速	6
图 6：剔除前 10 大城市全国地产销售面积（万平米）和增速	7
图 7：剔除前 30 大城市全国地产销售面积（万平米）和增速	7
图 8：全国住宅综合销售价格和增速	8
图 9：全国住宅销售额（亿元）和增速	8
图 10：全国个人住房贷款余额季度增加	8
图 11：全国个人住房贷款余额和增速	8
图 12：全国商品房新开工面积（千平米）和增速	9
图 13：全国商品住宅新开工面积（千平米）和增速	9
图 14：全国商品房竣工面积（千平米）和增速	10

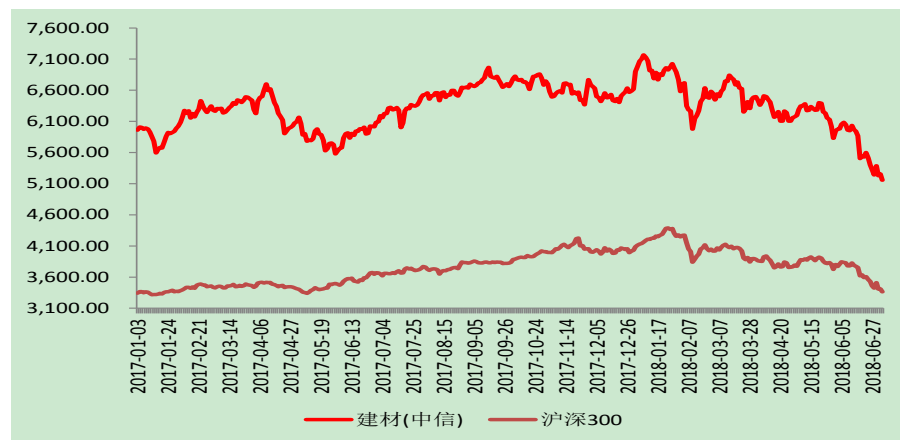
图 15: 全国商品住宅竣工面积 (千平方米) 和增速	10
图 16: 全国商品房施工面积 (千平方米) 和增速	10
图 17: 全国商品房施工面积 (千平方米) 和增速	10
图 18: 全国土地购置面积 (千平方米) 和增速	11
图 19: 全国房地产开发投资额 (百万) 和增速 (%)	11
图 20: 全国制造业投资额 (百万) 和增速 (%)	11
图 21: 2017 年各类型固定资产投资占比	11
图 22: 全国基建投资额和增速	12
图 23: 固定资产累计投资 (百万) 及增速 (%) :电力、热力、燃气及水的生产和供应业	12
图 24: 固定资产累计投资 (百万) 及增速 (%) :交通运输、仓储和邮政业	12
图 25: 固定资产累计投资 (百万) 及增速 (%) :水利、环境和公共设施管理业	12
图 26: PSL 月度新增量 (亿元)	13
图 27: PSL 余额 (亿元) 与同比增速	13
图 28: PPP 项目投资额 (亿元) 和增速	14
图 29: 各年各阶段 PPP 投资额 (亿元)	14
图 30: 现阶段 PPP 项目未来政府年度现金流支出估判	14
图 31: 地方政府基金收入 (亿元) 和增速 (%)	14
图 32: 土地购置费 (亿元) 和增速 (%)	15
图 33: 土地购置面积 (万平米) 和增速	15
图 34: 中国 PMI 和财新 PMI 指数变化	15
图 35: 全国固定资产投资和增速	15
图 36: 玻纤全球产能分布	18
图 37: 玻纤行业下游需求分布	18
图 38: 耐火材料产量 (万吨) 和增速	19
图 39: 粗钢产量 (万吨) 和增速	19
图 40: 防水材料产量和增速	20
图 41: 防水材料龙头企业收入占比	20

1. 2018 年上半年市场回顾：业绩持续增长，估值下移

1.1 估值重估和双杀致行业指数持续下降，个股绝对正收益较少

行业指数超跌大盘指数。中信建材指数从 2018 年 1 月 1 日经历了一周的反弹后达到上半年最高点 7167.59 点后进入下滑通道当中，6 月底收于 5386.36 点，上半年跌幅为 21.96%，位于 28 个申万行业涨跌榜的第 20 位。进入 7 月下跌并未停止，截至到 7 月 4 日最低点收于 5155.78 点，从年初跌幅达到 28.08%。超跌沪深 300 约 8.92 个百分点。

图 1：申万建材行业指数变化



资料来源：wind、东兴证券研究所

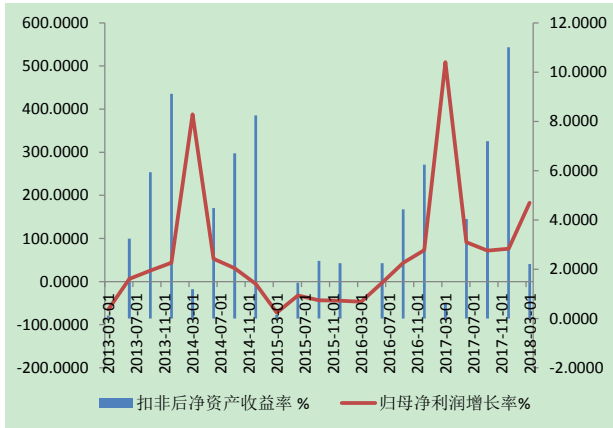
业绩边际改善成为绝对收益的支撑。从个股看，行业中 87 只个股中仅有 9 只取得绝对正收益占比 10.26%，其他均是绝对负收益。其中凯伦股份(31.16%)和阿石创(4.93%)是新股，红宇新材属于控制人变更导致短期大幅上涨，其他上涨的个股分别是伟星新材(上半年涨幅 30.82%)、鲁阳节能(21.01%)、海螺水泥(18.12%)、罗普斯金(10.53%)、华新水泥(8.42%)和万年青(6.86%)。业绩的边际改善成为上述改善能够取得绝对正收益的主要原因。伟星新材受益于三四五线地产需求改善，鲁阳节能受益于下游需求持续向上，华东水泥股则受益于供给控制和其他区域限产带来的红利。

1.2 2018 年一季度建材行业继续保持高景气，二季度继续向上

建材行业 2018 年一季度处于高景气态势当中。2018 年 1 季度从财务数据看，行业仍处于高景气度态势，建材行业 2018 年一季度扣非后的 ROE 达到 2.21%，同比提高 1.60 个百分点；归属于母公司净利润同比增速为 182.58%，较 2017 年四季度提高 106.40 个百分点。建材行业 2018 年一季度毛利率和净利率为 29.10%和 10.42%，较去年同期分别提高 6.12 和 6.82 个百分点，同比增幅较 2017 年四季度大幅扩大。

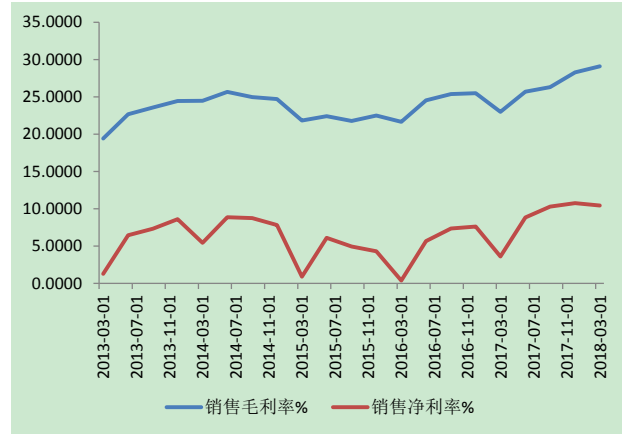
在产能控制较好和三四五线地产需求的带动下 2018 年二季度业绩继续向好确定，2018 年上半年很多公司的业绩预告超出市场预期。

图 2：建材行业扣非后 ROE 和净利润增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：建材行业毛利率和净利润变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 估值杀为主，估值中枢下移

在行业业绩高增长的情况下股价仍然持续下跌，估值中枢下移。在 2018 年行业处于高景气度的态势下，景气度进一步改善的力度减弱。固定资产投资增速回落情况下，行业总体盈利能力进一步提升动力较难。行业总体业绩的边际改善情况不佳以及行业风险偏好下降带动行业从年初开始第一波下跌，但是从 6 月中旬后随着地产相关政策的进一步加码，特别是国开行对于棚户区改造贷款权限的上收，行业估值中枢进一步下移。

2. 2018 年下半年需求分析：地产受制下行，需求边际趋弱

2.1 上半年棚户改继续影响三四线地产支撑行业需求

2.1.1 全国前 10 大和 30 大城市地产销售面积同比继续大幅下降

图 4：全国前 10 大城市房地产销售面积和增速

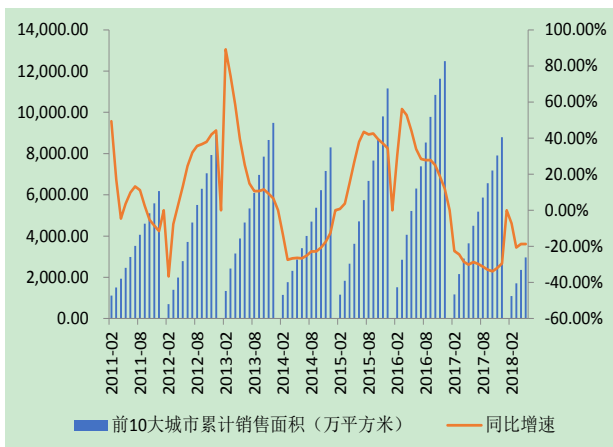
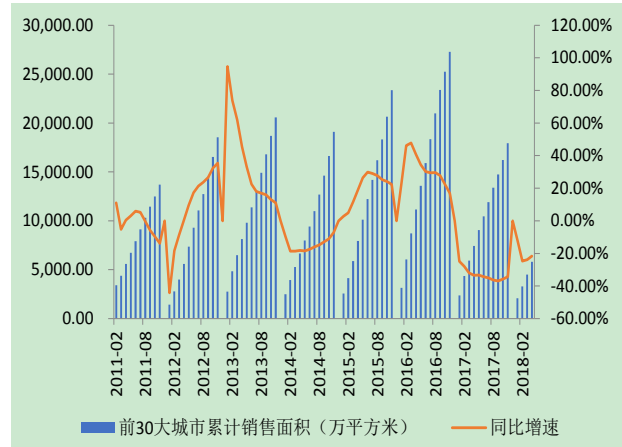


图 5：全国前 30 大城市房地产销售面积和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

资料来源：wind，东兴证券研究所

全国前 10 大城市 2018 年 5 月累计销售面积为 2969 万平方米，同比下降 18.63%，继续保持 2017 年年初以来的大幅负增长。全国前 30 大城市 2018 年 5 月累计销售面积为 5820 万平方米，同比下降 21.68%，同样不改 2017 年年初以来的大幅向下态势。一二线城市的限购等政策对于相关城市的销售产生的影响没有任何减弱。

2.1.2 三四五线城市地产销售旺盛带动地产总销售面积保持正增长

2017 年以来棚户区改造政策带动地产去库存，特别是棚改的货币化安置使得三四五线城市的住宅购买力大幅增强，加上一二线城市限购也使得一些一二线城市的购买力也流向三四线城市甚至四五线区县等。全国商品房销售面积 2018 年 5 月为 5.64 亿平方米，同比增长 2.9%，较 4 月份同比增速提高 1.6 个百分点。

虽然全国前 10 大和前 30 大城市地产销售面积继续处于大幅下降的态势当中，但是三四五线城市地产销售面积仍保持一定增长速度，使得全国销售面积保持一定增速。2018 年 5 月全国剔除前 30 大城市的商品房累计销售面积为 5.06 亿平方米，同比增长 6.75%，较 4 月份提高 1.31 个百分点；全国剔除前 10 大城市的商品房销售面积为 5.34 亿平方米，同比增长 4.43%，增速较 4 月份提高 1.65 个百分点。也说明一线城市在调控政策的调控下销售面积的下降幅度有所趋缓。

图 6：剔除前 10 大城市全国地产销售面积（万平米）和增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：剔除前 30 大城市全国地产销售面积（万平米）和增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

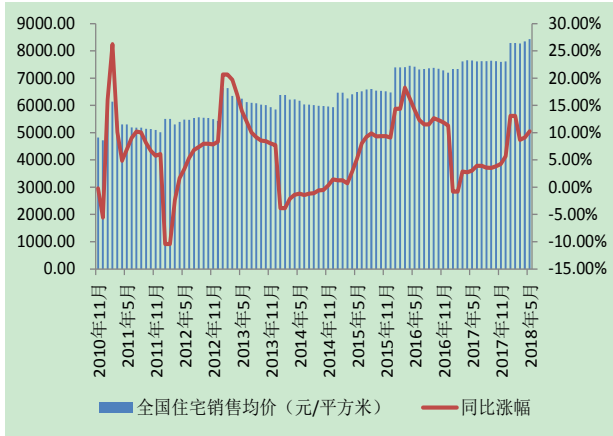
2.1.3 棚户区改造、回乡置业和投机资金等增量推动三四五线城市地产销售保持高增

棚户区改造带动三四五线城市的购房需求，带来房价的上涨。同时在一二线城市地产政策调控下，一二线房地产销售受到控制，无处可去的投资和投机资金自然流向房价上涨的相关的三四五线城市地产，再加上回乡置业等因素使得三四五线城市地产销售一直处于较好的水平。

2018 年 5 月全国住宅综合销售价格为 8427 元/平方米，同比增长 10.26%，如果考虑到一二线房地产销售价格的同比下降，全国三四线城市的地产销售价格的涨幅更高。

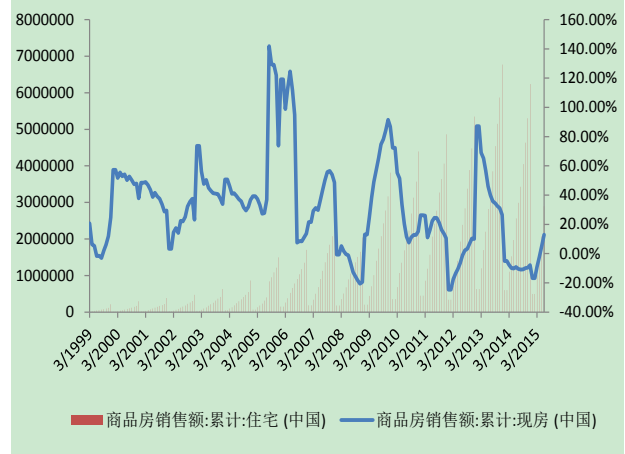
2018年6月全国住宅累计销售额为4.13万亿，同比增长12.81%。

图 8：全国住宅综合销售价格和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

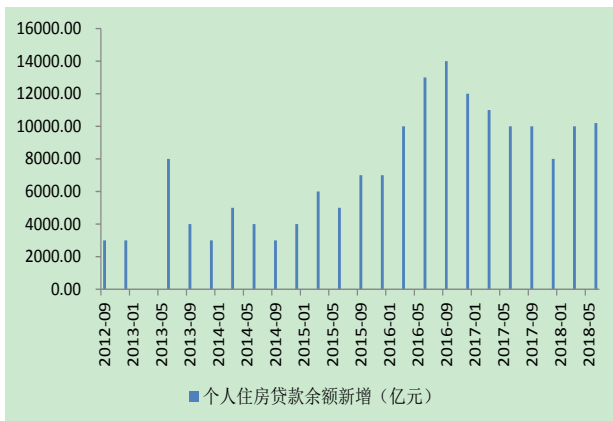
图 9：全国住宅销售额（亿元）和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

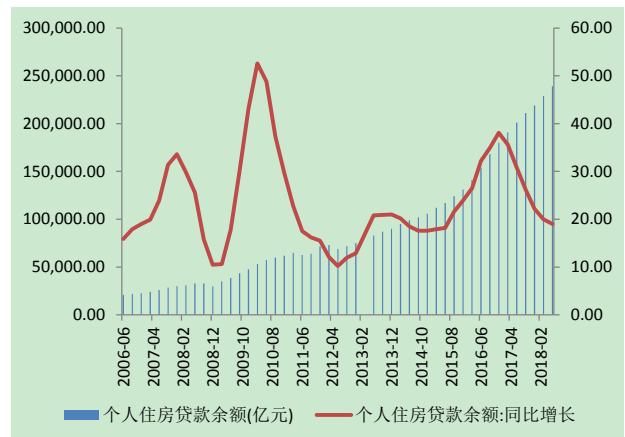
而2018年第一季度全国个人住房贷款增加月1万亿元，假设二季度新增个人住房贷款约1.1万亿元，那么2018年6月全国个人新增住房贷款约为2.1万亿，即使首付款全部为30%，那么住宅购买额也仅为3万亿元。也就是说非贷款的购房款额度约为1万亿元。

图 10：全国个人住房贷款余额季度增加



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：全国个人住房贷款余额和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.1.4 棚改带来三四五线城市很大的购房需求

2017年棚户区改造改造规模609万户，2018年计划改造规模为580万户。2016年以来货币化安置的比例大幅上升，2017年达到货币化安置率高达60%，如果一户按照70万的货币化安置计算，则货币安置购买力为2.56万亿元，占2017年全国住宅销售额的23.27%。如果棚改货币化安置比例不变，每户安置费用为70万，则2018年增加住房购买力为2.03万亿元。

表 1：棚户区改造货币安置增加住房购买力

假设 2018 年货币安置比例为 50%	单户安置费用 (万)						
	30	40	50	70	90	1000	150
2016 年新增住房购买力 (亿)	8817	11756	14696	20574	26452	29391	44087
2017 年新增住房购买力 (亿)	10962	14616	18270	25578	32886	36540	54810
2018 年新增住房购买力 (亿)	8700	11600	14500	20300	26100	29000	43500

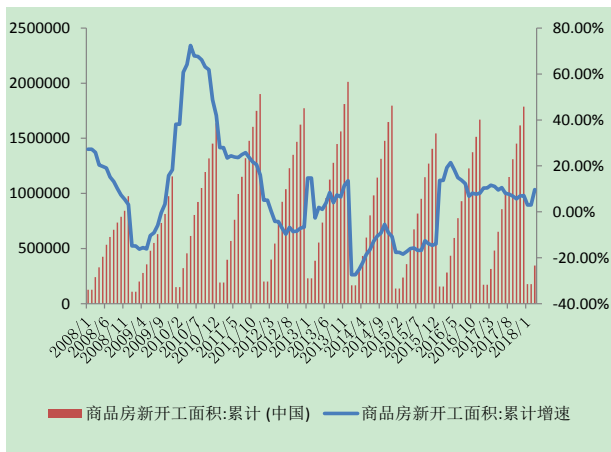
资料来源：东兴证券研究所

所以，在棚户区改造带来的住房购买需求推动下，三四五线城市的房地产销售呈现较好地增长态势，从而使得中国住宅销售面积保持稳定的增长态势。

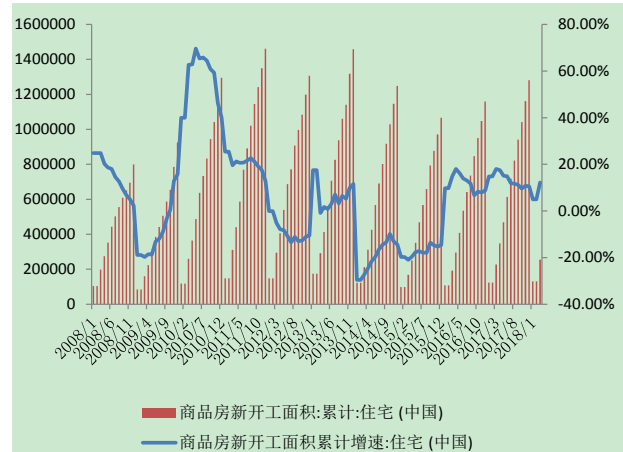
2.2 上半年地产加速开工地产支撑行业整体需求

2.2.1 住宅地产新开工加速，推动地产相关需求改善

2018 年 5 月全国商品房累计新开工面积为 7.21 亿平方米，同比增长 10.76%，增速较上月提高 3.42 个百分点，主要是住宅新开工面积带动。2018 年 5 月累计住宅新开工面积为 5.31 亿平方米，同比增长 13.21%，增速较上个月提高 3.79 个百分点。

图 12：全国商品房新开工面积（千平方米）和增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

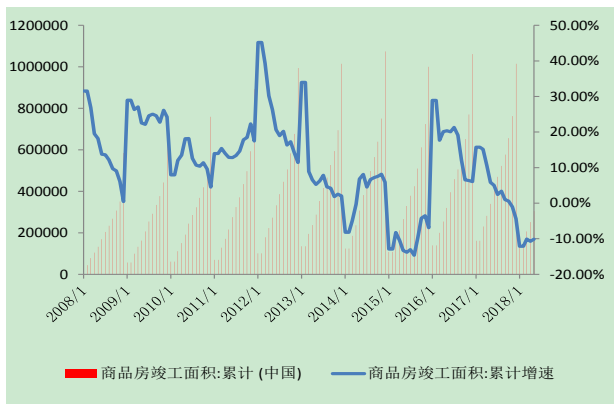
图 13：全国商品住宅新开工面积（千平方米）和增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

在商品房新开工面积同比增速持续向上的同时，全国商品房竣工面积增速持续下降，2018 年 5 月全国累计竣工面积为 3.05 亿平方米，同比下降 10.11%，较上个月提高 0.62 个百分点，其中住宅竣工面积增速为 1.92%，较上月提升 3.29 个百分点。

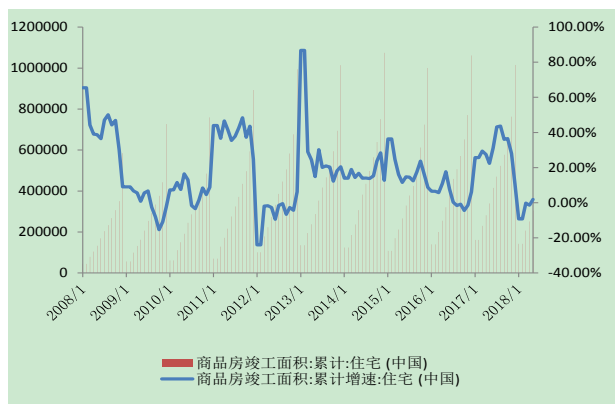
在新开工面积增速提升和竣工面积增速下降的情况下，2018 年全国商品房施工面积为 68.50 亿平方米，同比增长 2.20%，增速较上个月提高 0.44 个百分点。其中住宅施工面积为 46.98 亿平方米，同比增长 2.54%，增速较 4 月提高 0.54 个百分点。

图 14：全国商品房竣工面积（千平方米）和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 15：全国商品住宅竣工面积（千平方米）和增速

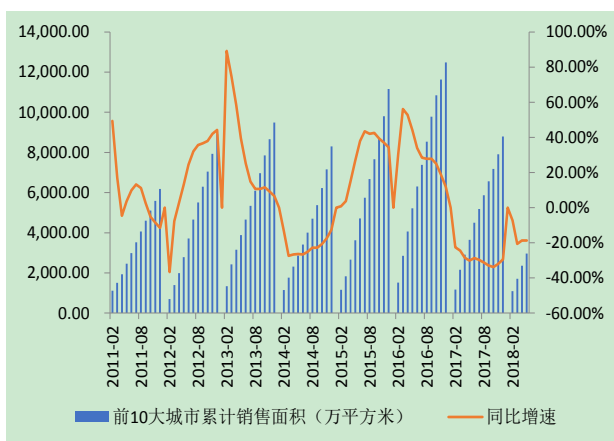


资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2.2 2017 年土地购置面积较多，带来 2018 年地产新开工增速稳定

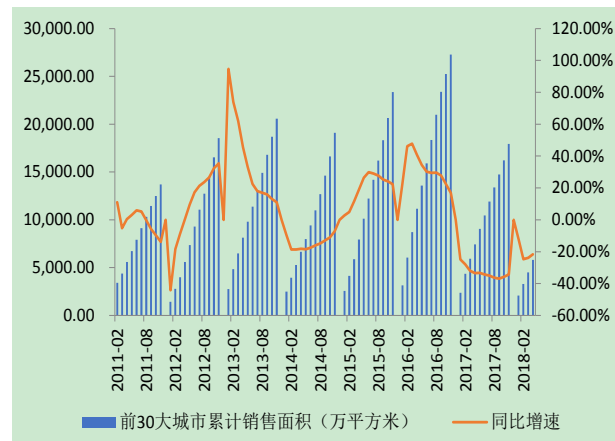
2017 年全国土地购置面积为 2.56 亿平方米，同比增长 15.81%。从 2017 年 1 月到 12 月全国土地购置面积增速保持持续向上。2017 年土地购置快速的增长使得开发商在 2018 年加快项目的周转。

图 16：全国商品房施工面积（千平方米）和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

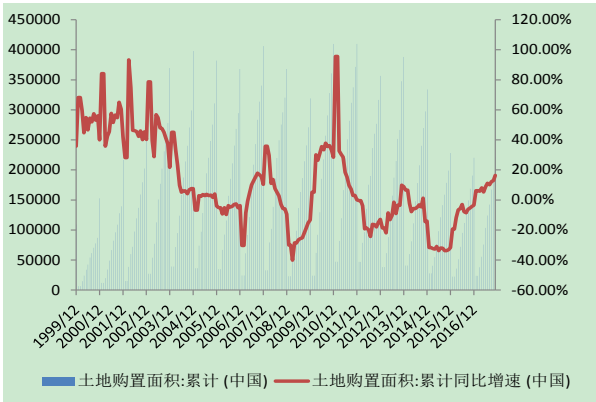
图 17：全国商品房施工面积（千平方米）和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

所以，2018 年地产开工项目较多，这推动 2018 年房地产投资增速保持相对稳定的增长态势，特别是 2018 年从年初到 5 月一直保持在 10%左右的增速。2018 年 5 月房地产累计投资为 4.14 万亿，同比增长 10.2%，较上月增速回落 0.1 个百分点。

图 18：全国土地购置面积（千平方米）和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 19：全国房地产开发投资额（百万）和增速（%）



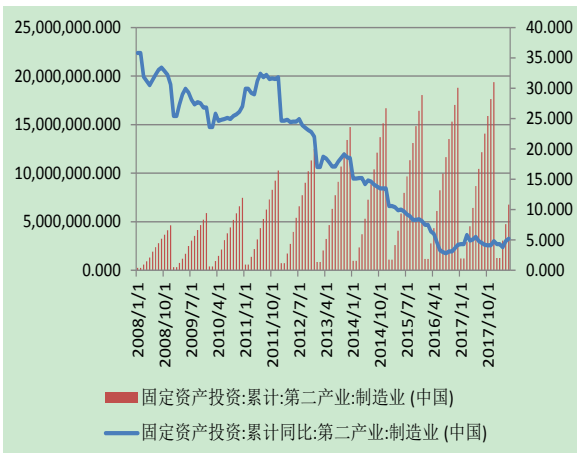
资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3 上半年制造业投资增速持续改善推动相关需求

随着国内经济的改善，制造业投资在 2018 年进入稳定持续改善的过程当中。2018 年 5 月中国制造业投资为 6.75 万亿，同比增长 5.2%，较 4 月增速提高 0.4 个百分点。制造业在 2018 年收益率处于较好水平，推动相关企业加快固定资产投资。

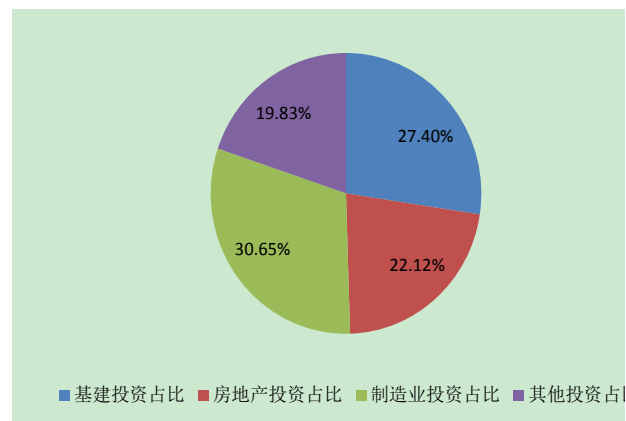
在制造业投资中，非金属矿物制品业 2018 年投资额约为 5979 亿元，同比增长 11.3%，增速较 4 月提高 0.5 个百分点。从年初保持持续向上态势。这主要和非金属矿物制品业在 2017 年盈利水平较高，企业增产和扩效有关。

图 20：全国制造业投资额（百万）和增速（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 21：2017 年各类型固定资产投资占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

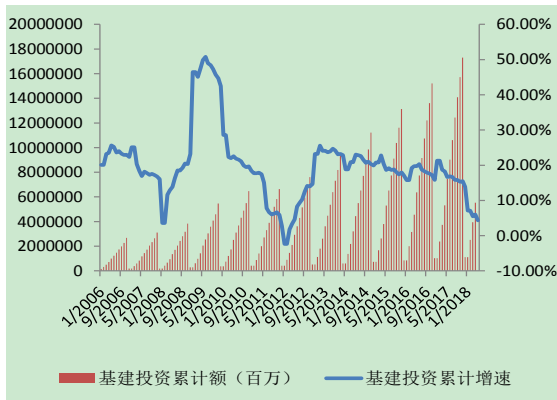
2.4 上半年基建颓势不改，需求边际贡献持续趋弱

2.4.1 2018 年上半年基建投资增速持续下降

2018 年 5 月单月基建投资增速为 0.40%，连续 5 个月增速持续且斜率较大幅度的下降。

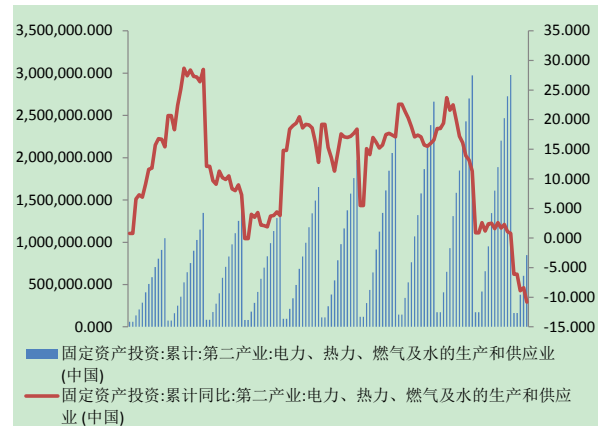
2018年1-5月基建投资增速仅为4.31%，较上月收缩1.68个百分点。在PPP项目的监管趋严的情况下，基建投资增速持续趋弱。

图 22：全国基建投资额和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 23：固定资产累计投资（百万）及增速（%）：电力、热力、燃气及水的生产和供应业

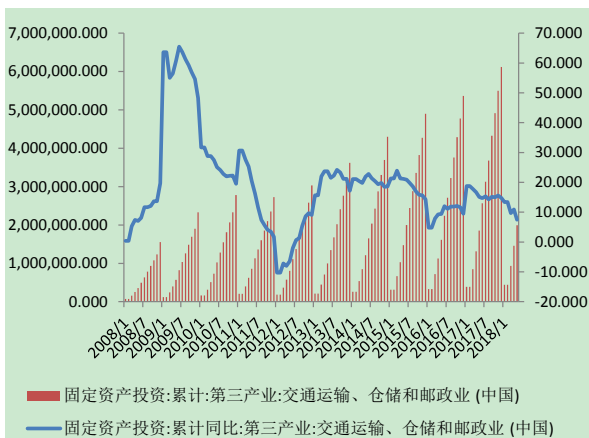


资料来源：wind，东兴证券研究所

2.4.2 基建各行业投资增速均持续向下，经济内生性细分行业增速向上

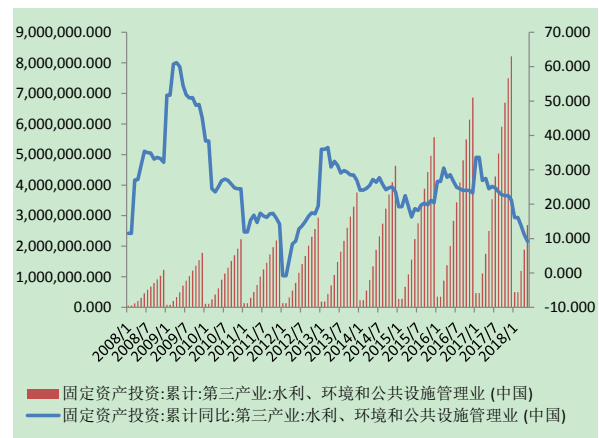
在电力、热力燃气及水的生产和供应业的投资中，仅有燃气生产和供应业的投资增速持续保持向上，从年初增速为-0.9%到5月份的12.5%。水的供应业增速保持较高水平，5月同比增速为15.8%，虽然较4月回落0.2个百分点。在交通运输、仓储和邮政业投资中，仅有航空运输业投资保持较高增速并向上，2018年5月航空运输业投资增速为31.1%，较4月提高6.4个百分点。水利、环境和公共设施管理业投资中虽然细分行业均投资增速向下，但生态保护和环境治理业投资增速处于高位水平，2018年5月投资增速为36.7%，较4月微降3.8个百分点。

图 24：固定资产累计投资（百万）及增速（%）：交通运输、仓储和邮政业



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 25：固定资产累计投资（百万）及增速（%）：水利、环境和公共设施管理业



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.5 2018 年下半年主引擎地产需求驱动趋弱，基建弱势不改

2.5.1 棚改政策变化抑制三四五线城市地产景气和市场流动性，但需要过程

国开行棚户区贷款政策收紧对地产影响较大。2018年6月25日国家开发银行将棚改合同签订审批权上收至总行，分行新项目基本上暂停审批。国开行棚户区改造贷款资金占到棚户区改造总贷款的比例很高，2017年国开行棚户区改造贷款规模为8800亿元，占棚户区改造总贷款比例高达68.75%。如果国开行棚户区信贷开始收紧这必将影响到2018年第四季度和2019年三四五线城市房地产的购房需求和地产开发的进一步提升。

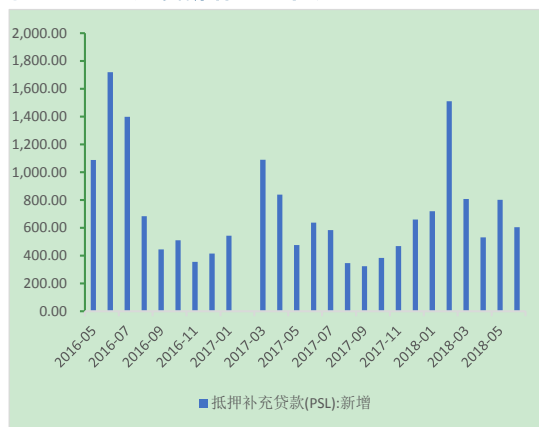
根据我们前面测算，棚改政策新增三四五线城市的购房需求占比较大，如果相关政策收紧，对三四五线城市房地产行业影响较大，从而影响到全国的房地产投资。

PSL 提供融资，并增加市场流动性。国开行棚户区改造的资金来源和抵押贷款有关，央行的PSL主要是用于棚户区改造，通过给国开行和农发行融资来支持棚户区改造。2018年6月补充抵押贷款余额为3.19万亿，同比增长32.11%；6月当月新增PSL为605亿元，同比下降5.17%。

央行的这种补充抵押贷款同时也为市场注入流动性资金，按照3.19万亿的规模将增加市场流动性资金近20万亿。

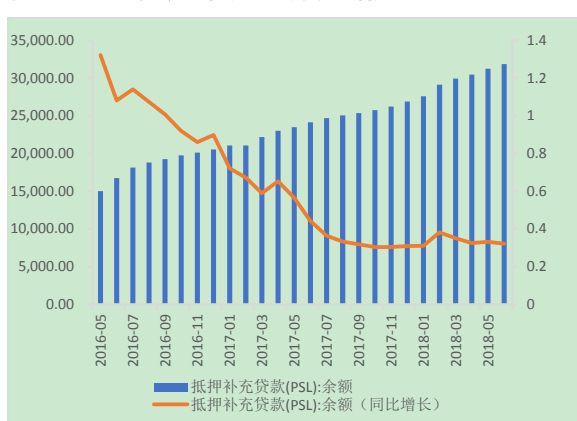
地产去库存结束和继续去杠杆使得棚户区改造政策调整和收紧流动性开关。国开行棚户区改造政策的收紧和三四五线城市地产去库存结束有关，与棚户区改造贷款中的一些问题的出现有关，与中央政府调控有关。所在7月以后，棚户区改造的融资额会逐步受到影响，PSL的增量也会逐步出现影响。这些将会影响到棚户区改造的进一步加速，影响到住房购买力，减少市场流动性的补充。

图 26：PSL 月度新增量（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 27：PSL 余额（亿元）与同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

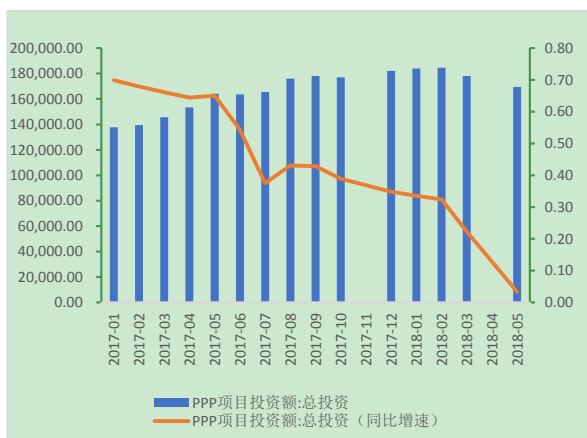
负面影响是一个连续的过程，快速萎缩可能性小。但从当前来看，国开行的政策影响是

一个渐进的过程,2018年的棚改580万户任务已经确定,2018年一季度已经贷款2575亿元,按照这个规模全年贷款额度不会较去年变化太大。对于需求的影响也是一个渐进的过程。在当前需求水平仍好的情况下,需求大幅和快速萎缩的可能性不大。

2.5.2 PPP规范和进运营期以及地产下行趋势影响地方政府未来发力基建

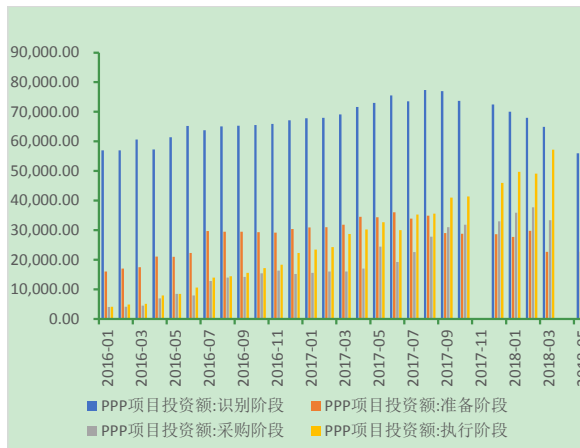
PPP规范化影响抑制政府冲动投资。PPP项目经过粗放式发展后,2017年11月财政部开始清库,并且提出不准入库的三种情形。PPP的进一步扩张受到影响,一些不合规的项目被剔除,2017年退库项目达到973个。PPP项目进入规范化、标准化和法制化等轨道。在PPP项目进一步受到抑制的情况下,地方政府的冲动投资和能力受到影响。

图 28: PPP 项目投资额 (亿元) 和增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 29: 各年各阶段 PPP 投资额 (亿元)



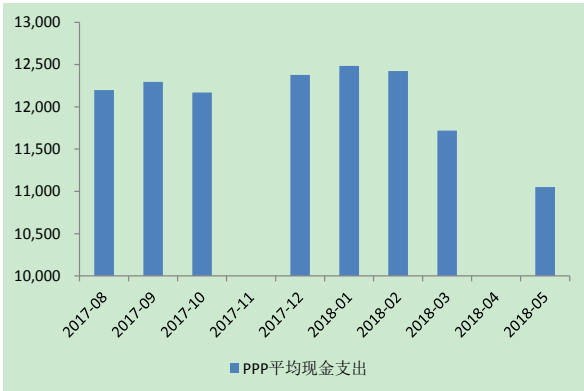
资料来源: wind, 东兴证券研究所

PPP 投资规模现下降趋势和运营期政府开始支付现金。2018年5月PPP总投资额为16.94万亿元,同比增长3.29%,增速从2017年初的同比增长69.86%,持续下降。各阶段PPP投资额,除了执行阶段投资外其他阶段的投资额均出现下降。PPP项目在经过了2015年和2016年的粗放式高速发展后,进入到规范化的整顿和调整阶段。

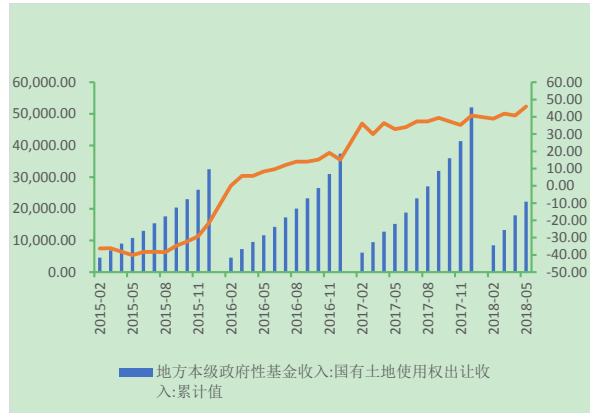
同时,随着PPP项目逐步进入运营期,按照当前PPP项目的期限,我们估算未来年度政府对于PPP现金支出约在万亿元以上。这将进一步影响到政府的财政支出规模,增加地方政府的财政支出负担。

图 30: 现阶段 PPP 项目未来政府年度现金流支出估判

图 31: 地方政府基金收入 (亿元) 和增速 (%)



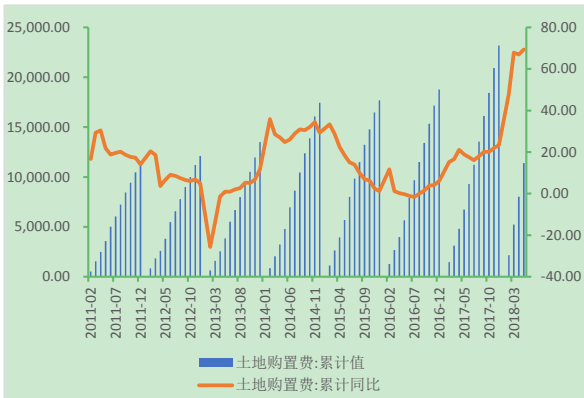
资料来源：wind, 东兴证券研究所



资料来源：wind, 东兴证券研究所

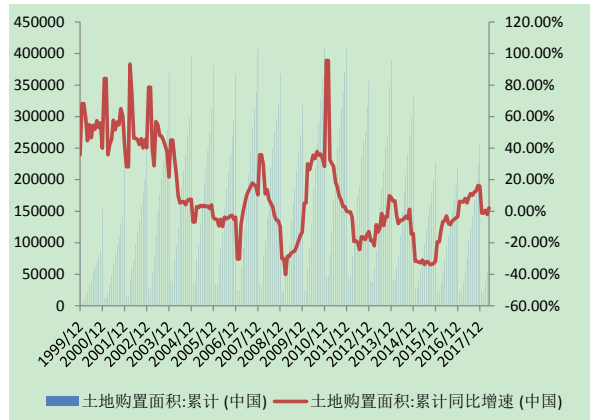
地产景气度仍好，但地产下行和地方政府支出增大影响基建发力。地方政府在土地金以及支出大于收入的情况下，进一步扩大基建投资的能力也在下降。随着地产行业景气度下行，以及政府对于地产融资的控制，地产企业现金流紧张，一旦土地购置费下降，影响到地方政府的土地基金的收入，使得政府的投资能力下降。当前土地购置面积增速回落，土地购置费用继续保持高速增长，单位土地购置费用提升幅度较大。后续随着地产销售萎缩必然会影响到土地购置费用的增长。

图 32：土地购置费（亿元）和增速（%）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 33：土地购置面积（万平米）和增速



资料来源：wind, 东兴证券研究所

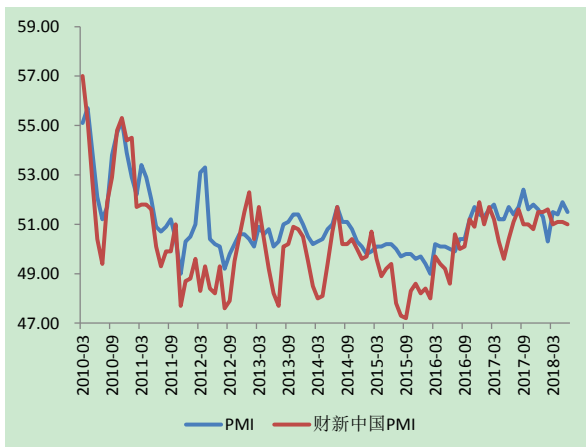
所以，如果地产行业景气度继续下降，购置土地资金不足，在购地单位价格高涨的情况下，政府的国有土地使用权转让的收入将会受到影响，从而影响到 2108 年第四季度以及 2019 年。这对于政府进一步制约地方政府进一步投资的规模和速度。

2.5.3 经济潜在增速下降、内生动力和主动防风险保证需求不可能出现不可控的下滑

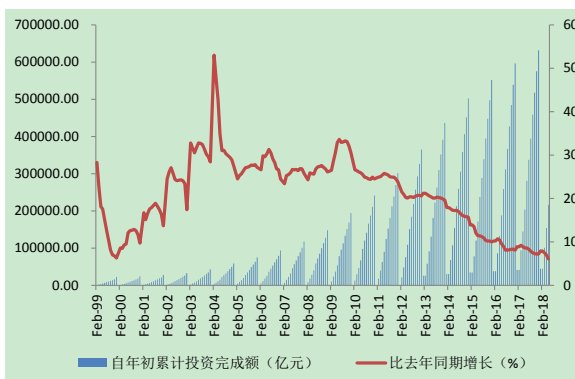
经济内生有安全垫。虽然固定资产投资增速在下降，但是随着经济的复苏，中国经济的内生动力正在增强，这会进一步支撑国内的需求。PMI 指数看 2018 年 6 月中国制造业 PMI 为 51.2，吉奥上月下降 0.6 个百分点，但仍处于 50 的上方的较好水平。经济具备一定的安全垫。

图 34：中国 PMI 和财新 PMI 指数变化

图 35：全国固定资产投资和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

潜在经济增速下降提高政府耐受度。随着中国人口结构的变化，中国的潜在经济增速已经下移，政府对于经济下滑的忍耐程度加大。所以经济下滑是客观的规律，对于社会的影响不像以前具有那么大的风险。

政府主动调控，手中调控工具还有使用空间。从PPP的清理到棚改政策的收紧，均是政府在当前经济复苏后的主动而为之。去杠杆防风险还是政府的主要政策方向。这种主动为之让政府可以腾出更多地未来调控空间，政府手中的调控工具还有很大可以使用的空间。特别是在2018年防风险作为年度三大任务之一的情况下，2018年下半年需求端不可能出现不可控的下滑。

2.5.4 2018年下半年建材行业景气度边际改善看不到驱动，着眼贸易战加速政策转变

2018年下半年在行业需求的主要驱动三四五线房地产受到抑制后，PPP项目的进入运营期加大地方政府的现金支出，地方政府的投资能力有受制资金实力的影响。房地产和基建相关的需求均受到影响。在需求边际向下的情况下，建材行业景气度的继续改善看不到有增量的驱动因素。

只有实体经济改善带来的经济内生动力带来的相关需求，这个需求也会随着房地产和基建的驱动减弱进入到逐步走弱的轨道中。

所以，建材行业后续的景气度改善依赖防风险带来的政策新变化，这种变化在目前经济态势较好的情况下也不会马上出现，特别是中国经济潜在增速下移的过程当中，唯一可变的是中美贸易战加速政策的快速转变。

3. 行业情况：控制力、海外拓展、成本转嫁和市占率是关键

3.1 水泥行业寡占阶段，市场协同和环保仍是关键

3.1.1 水泥行业进入寡占阶段，市场控制力增强

水泥行业仍处寡占IV型阶段。根据统计2018年中国水泥行业前4家公司集中度为

40.86%，较去年微降 1.83 个百分点，前 8 家公司集中度为 52.4%，较去年同期下降 1.45 个百分点。行业集中度虽然有所下降，但处于寡占 IV 型阶段（寡占 IV 型, $35 \leq CR_4 < 50$, $45 \leq CR_8 < 75$ ）。

3.1.2 水泥新增产能增加影响很小，关键是协同的稳定性

随着行业景气度的提升，小企业复产和放量的意愿强烈，龙头企业的市场控制力会被逐渐影响，特别是在景气度从高位向下的过程当中，这种协同的市场控制力容易被削弱。

2018 年水泥行业新增产能很少，上半年仅有两条熟料生产线投产，新增产能 279 万吨，2018 年下半年新增产能约为 1364 万吨，2018 年新增熟料产能约为 1%，几乎可以忽略不计。

表 2：2018 年国内水泥熟料产能（亿吨）变化

2017 年国内熟料总产能	2018 年上半年新增	2018 年下半年新增产能	2018 年新增产能	2018 年熟料总产能	产能增幅
18.2	0.03	0.14	0.17	18.37	0.009%

资料来源：东兴证券研究所

2014 年水泥产量达到历史高峰 24.8 亿吨后，开始缓慢下降，2015 到 2017 年全国水泥总产量都没有超过这个峰值。主要原因和企业协同、环保停产等因素有关。在未来行业集中度仍处于较高水平的情况下，加上环保的发力，水泥行业协同的稳固性还会继续存在。如果不出现需求的大幅下滑，协同控产的局面会相对稳定。

3.1.3 环保持续力度对供需格局影响大

2016 年以来环保对于水泥行业的生产产生积极的控制作用。像 2+26 城市环保使得区域限产影响较大，同时国内一些地区因为环保因素要求水泥生产线停产，这些都对区域的供给格局产生积极的影响。2018 年下半年环保的影响力度将继续影响行业供需格局变化。

3.2 玻璃行业产能过剩依然较大，冷修复产情况影响供需变化

中国玻璃行业前 4 家公司集中度为 29.21%，前 8 家公司的集中度为 44.96%，属于寡占 V 型。市场控制力不如水泥行业好。

玻璃产能压制行业景气度继续提升。2018 年浮法玻璃新增投产和冷修点火产能约 1.4 亿重量箱。但 2018 年计划冷修产能约 1.04 亿重量箱，上半年已经冷修 1800 万重量箱，后续 8580 万重量箱会冷修。考虑到在行业高景气态势中，一般冷修期仅为 3-6 个月，如果行业景气度高必然会导致冷修产能快速点火，如果行业景气度下滑较多，实业对于未来预期悲观，这些生产线可能会延长冷修时间，对于供给的影响将会很小。

表 3：2018 年浮法玻璃产能（万重箱）变化

状况	条数	2018 年上半年产能		2018 年下半年产能		
		能	新增冷修不复产	新增冷修 50%复产	新增冷修 80%复产	新增冷修全复

						产
在产产能	233	91983.6	91443.6	95733.6	98307.6	100023.6
新增投产产能	16	1008	6180	6180	6180	6180
冷修复产产能	18	4776	1860	1860	1860	1860
停产和冷修产能	114	35124	35064	35064	35064	35064
新增冷修	27	1800	8580	8580	8580	8580
冷修今年不复产	47	15576	17376	17376	17376	17376
停产破产搬迁	62	17688	17688	17688	17688	17688
合计总产能	369	127047.6	135087.6	139377.6	141093.6	141093.6

资料来源：东兴证券研究所

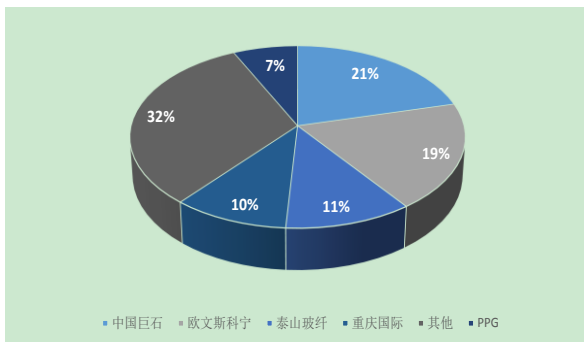
总之，产能压力仍是 2018 年下半年玻璃行业景气度继续提升的压力所在，也就是说玻璃行业的产能还是过剩，在地产行业下行的过程当中，玻璃行业需求也不会有明显改善，甚至收缩，在行业景气度较高的情况下，如果充分释放将会产生供大于求。

3.3 玻纤行业高寡占，龙头看海外发展

3.3.1 玻纤行业集中度高下游需求分散

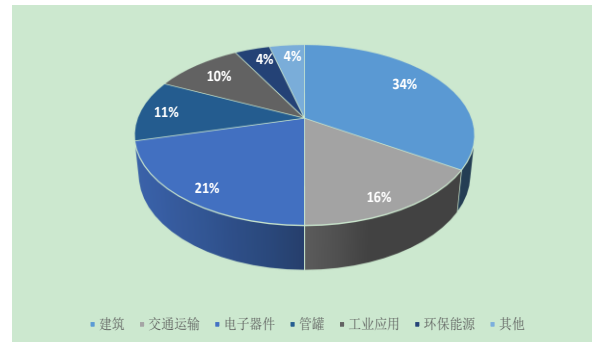
玻纤行业全球集中度很高。中国巨石、泰山玻纤和重庆国际三家公司的国内市场率高达 64%，仅中国巨石一家国内市场占有率高达 32%。全球玻纤行业玻纤产能约 764 万吨，前三大公司的市场占有率就高达 53%。属于高寡占性行业。龙头企业的市场话语权强。

图 36：玻纤全球产能分布



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 37：玻纤行业下游需求分布



资料来源：wind，东兴证券研究所

需求分散，全球化市场。玻纤行业下游需求分布在建筑、交通运输、电子器件、管罐、工业应用和环保能源领域等，需求比较分散。

3.3.2 玻纤行业新增产能较多，关注海外市场的拓展情况

2018 年玻纤行业国内新增产能约 80 万吨，同比增长 20.3%，增幅较大。如果后续需求增长不能够提供强劲支撑的情况下，行业景气度的边际改善弹性会变弱。

表 4：国内玻璃纤维产能（万吨）变化

2017 年国内玻纤总产能	2017 年在产产能	2018 年新增产能	2018 年待点火	2018 年 6 月国内玻纤产能	2018 年下半年国内玻纤产能	产能增幅
417.3	370	79.5	27.5	52	450	20.30%

资料来源：东兴证券研究所

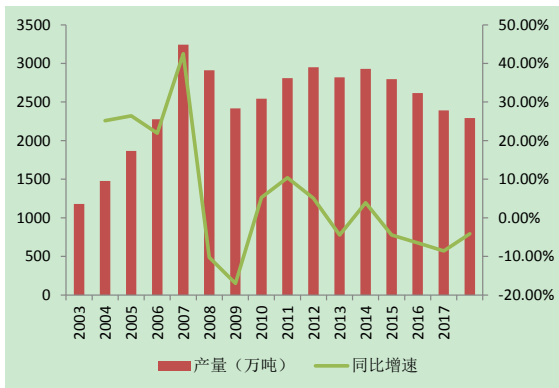
但玻纤行业作为一个全球性需求的行业，未来海外市场需求将对行业需求产生重要的影响。玻纤行业的发展空间国内企业在海外市场的拓展。

3.4 耐火材料行业收缩，集中度提升

3.4.1 耐火材料行业持续 4 年收缩，产量连续 4 年负增长

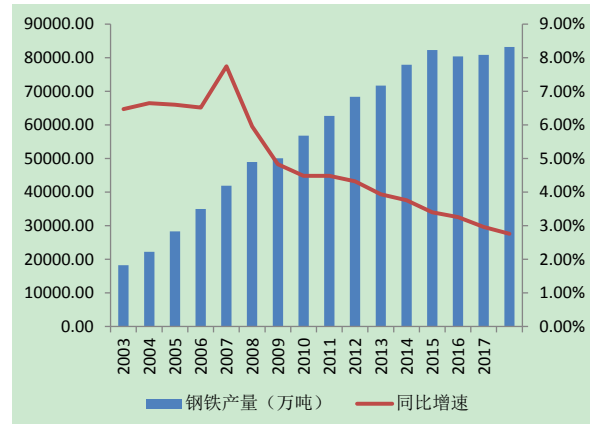
耐火材料行业的下游是中游周期行业，所有的高温窑炉都会用到耐火材料，包括钢铁、水泥、玻璃和有色等行业。在 2011 年以前由于新建周期行业产能较多，耐火材料更多是用在新窑炉的建设中，而后随着新建窑炉的减少，行业需求总体一直处于萎缩状态。2017 年全国耐火材料产量为 2292 万吨，同比下降 4.13%，行业产量从 2010 年以后增速处于下降的态势当中，并且从 2014 年以来保持持续的负增长。

图 38：耐火材料产量（万吨）和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 39：粗钢产量（万吨）和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.4.2 耐火材料行业规模大集中度低，行业收缩有利于集中度提升

耐火材料行业市场规模约为 1000 多亿元，但是由于行业进入壁垒低，投入成本小等各种因素导致市场集中度水平一直处于很低水平。龙头企业市场占有率仅为 4% 左右，前 10 大企业的市占率也仅为 16%。远远低于国外发达国家的市占率水平。

随着行业收缩一些小企业被逐步淘汰，加上环保和原材料上涨大幅提升中小企业生产成本，甚至不达标的小企业被关停，行业集中度水平进一步得到提升。在 2017 年耐火材料总量同比下降 4.13% 的同时，耐火材料重点企业产量同比增长 7.2%。

3.5 防水和 PPR 管材行业品牌优势凸显

防水行业也是属于大行业小公司，行业市占率低。2017 年防水材料产量为 20.23 亿平方米，同比增长 7.09%。行业市场空间约在 3000 亿左右，全国有生产证的企业约

为 1500 家，规模以上仅为 600 家，2017 年防水龙头两家公司的占比仅为 16%。

表 5：防水行业品牌首选比率变化

品牌公司	2014	2015	2016	2017
东方雨虹	27.00%	29.00%	30.00%	32.00%
科顺	10.00%	14.00%	15.00%	20.00%
卓宝	9.00%	9.00%	9.00%	11.00%
宏源	7.00%	10.00%	14.00%	14.00%
德生	6.00%	6.00%	5.00%	3.00%
禹王	5.00%	5.00%	4.00%	3.00%
宇虹	4.00%	3.00%	3.00%	2.00%
蓝盾	2.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	70.00%	81.00%	85.00%	90.00%

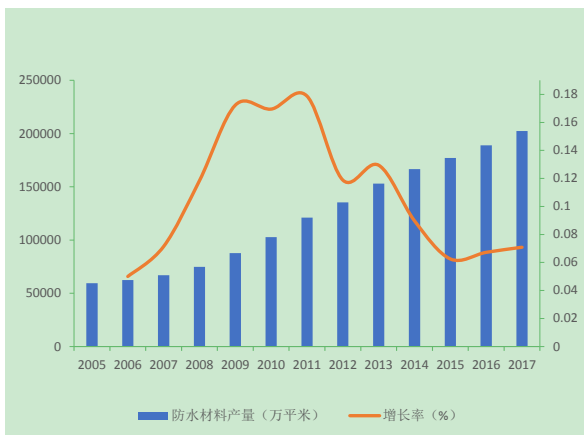
资料来源：东兴证券研究所

但是由于行业需求的高端化和高质量的建设工程使得更多的项目使用防水的品牌产品，以保证质量。2017 年防水龙头东方雨虹的品牌首选率从 2014 年的 27% 提升到 2017 年 32%，前 8 大品牌的首选率从 2014 年的 70% 上升到 2017 年 90%。

龙头企业的占比也在逐年逐步提升，2017 年两家龙头企业占比从 2007 年的 2.52% 提升至 2017 年的 11.59%，特别是 2017 年占比较上年提高 2.9 个百分点。

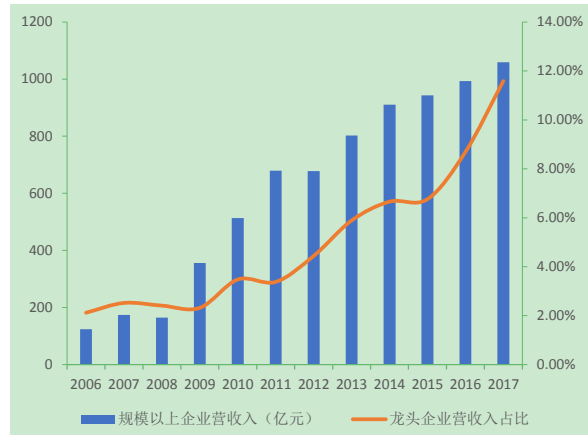
PPR 管品质品牌重要性提升。PPR 管具备耐热、保温和耐腐蚀等特点，可使用年限长达 50 年，并且采用热熔和电熔连接不易漏水，越来越得到市场的欢迎。中国建设部门将 PPR 管作为重点推广的三大新型塑料管材中的首推品种。PPR 管在塑料管材中占比仅为 9%，年产量约在 100 万吨左右。PPR 装饰管主要安装在隐蔽处，一旦出现问题，维修起来比较麻烦，同时在房屋装饰投入的占比也很小，所以，使用者对于质量的要求越来越高，品牌的优势体现的越来越突出，客户的品牌依赖度提升。

图 40：防水材料产量和增速



资料来源：东兴证券研究所

图 41：防水材料龙头企业收入占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 投资策略：去杠杆下半场估值重估，从下而上选优质和龙头

4.1.1 防风险主动整改前期问题，周期后半段去杠杆进下半场

2018 年下半年中国经济在经过前期稳增长和供给侧改革后，进入周期后半段。在企业盈利水平较好的情况下政府的去杠杆也进入的下一阶段。从资管新规的金融去杠杆到 PPP 的清库以及国开行棚户区改造贷款权的上收等一系列举措，说明政府还处在去杠杆的阶段。

2018 年防风险作为三大任务之一，在当前经济具备一定安全垫的情况下，加上前期的金融表外融资、PPP 项目建设和棚户区改造中出现的乱象进行整改。这些整改的举措必然会导致需求出现下降，像房地产、PPP 项目和流动性这些因素叠加从基本面和估值角度都会对行业的股价产生影响。但是我们也看到这些举措是政府主动为之，政府手中的调控工具还具备一定的空间，所以，我们不用担心后续产生不可控的风险。

4.1.2 关注政策变化和 risk 偏好，把握业绩支撑的优质龙头个股超跌机会

在地产和基建趋势下行影响到未来建材行业需求的情况下，建材行业估值中枢下移成为必然，再加上流动性的收紧，更是雪上加霜。

2018 年上半年建材行业在棚改对地产的推动下，环保对于供给的控制下和集中度提升带来的协同更加稳定的情况下，行业业绩高速增长是确定的。上半年的下跌主要是杀估值。

但是对于 2018 年下半年建材行业的需求端虽然会是缓跌的过程，但是估值杀的压力也会逐步得到一定程度的缓解。特别是中美贸易战带来的局面还未可知，并且行业的供给端已经发生了和以往不同的变化，在这样的情况下，很容易出现政策变化和 risk 偏好提升带来的估值修复机会。行业龙头和优质个股更容易出现业绩超预期的表现，在这种情况下更容易出现超跌的机会。

4.1.3 政府忍耐度提升情况下淡化周期波动，从下而上选择优质和龙头个股

在行业需求逐步趋弱的情况下，行业性和总体性的机会将不会出现，建材行业经过了 2016 年到 2018 年上半年两年多的周期景气度向上的态势，进入周期缓降的阶段，但是考虑到防风险的需要，未来周期的波动弱化。特别是政府的忍耐对于经济增速下降的忍耐度提升，更使得周期波动会在一定的阶段较弱。所以淡化周期波动才是未来正确的选择。

前期盈利不好的公司在后续景气度下降的环境中很难变好，前期盈利好的公司如果不能在行业变化中抗风险获得发展的资源也会在供给侧改革中被淘汰。只有优质企业和龙头企业才能够在这个环境中不断地提升市场占有率，获得更好地外部资源持续从而进入更快的发展成长阶段。

所以，原先经营不好的公司后面会面临着更差的环境，但对于优质个股和龙头公司会

面临着能够进一步提升市场份额的有利环境，进入到一个有更多资源可以使用的环境。建材行业的个股选择变的最为重要。未来从下而上选择优质个股和龙头将是行业研究的主要方向。

4.1.4 风险提示：需求衰退的时间超出预期和供给端改善低于预期

表 6：重点跟踪公司

公司名称	评级	盈利预测				PE 估值			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
海螺水泥	强烈推荐	2.99	5.06	5.38	5.65	11	7	6	6
华新水泥	强烈推荐	1.39	3.00	3.16	3.33	12	6	5	5
万年青	强烈推荐	0.75	1.89	1.97	2.06	16	6	6	6
伟星新材	强烈推荐	0.81	1.00	1.25	1.48	21	17	14	11
濮耐股份	强烈推荐	0.02	0.25	0.3	0.45	275	22	18	12
鲁阳股份	强烈推荐	0.61	0.98	1.13	1.35	24	15	13	11
北京利尔	强烈推荐	0.14	0.17	0.20	0.24	25	20	17	15
中国巨石	强烈推荐	0.74	0.85	1.01	1.10	14	12	10	10
东方雨虹	强烈推荐	1.40	0.93	1.12	1.15	11	17	14	14
北新建材	强烈推荐	1.31	2.00	2.37	2.84	15	10	8	7
福耀玻璃	强烈推荐	1.26	1.57	1.88	2.25	20	16	13	11
金晶科技	推荐	0.10	0.33	0.39	0.46	34	10	9	7
旗滨集团	推荐	0.42	0.55	0.59	0.68	10	8	7	6
帝欧家居	推荐	0.55	1.78	2.25	2.93	58	18	14	11
三棵树	推荐	1.72	2.50	3.25	3.90	28	19	15	12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。