

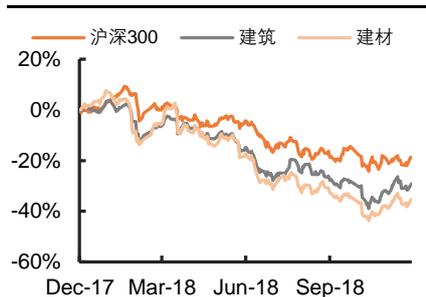
2019年建筑建材行业年度策略报告

基建补短板带动投资回暖，19年轨交/PPP将回暖

建筑 强于大市（维持）

建材 中性（下调）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*建筑*改革开放四十年系列研究（建筑篇）：砥砺四十载筑大国根基，借势“一带一路”海外扬帆》
2018-11-21

《行业动态跟踪报告*建材*水泥业绩表现靓丽，后周期建材景气回落》
2018-11-06

《行业动态跟踪报告*建筑*订单与业绩增长放缓，基建补短板有望带动投资回暖》
2018-11-04

《行业专题报告*建材*华东和中南市场竞争格局好，水泥价格将维持在高位》
2018-08-29

《行业专题报告*建筑建材&机械*基建投资加码助力稳增长，18H2城轨建设将提速》
2018-08-13

证券分析师

严晓倩 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.CN

研究助理

吴佳鹏 一般从业资格编号
S1060117080044
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **去杠杆拖累基建投资，建筑建材估值双双触底：**回顾2018年，受金融去杠杆和地方政府债务清理影响，我国基建投资增速大幅下滑。2H18，在积极财政政策托底下，基建投资增速底部企稳，前10月（全口径）为0.9%，环比+0.7pct。2018年前10月房地产投资增速为9.7%，同比+1.9pct，主因是土地购置费持续高增长。业绩方面，2018年前三季度：1）建筑板块营收增速为9.0%，同/环比分别-0.4/-1.8pct，归母净利增速为9.9%，同/环比-2.8/-2.6pct；2）建材板块营收增速为25.9%，同/环比-3.2/-0.6pct，归母净利增速为82.8%，同/环比分别+10.9/-7.3pct。估值方面，受内外部基本面因素影响，2018年年初至今建筑/建材板块估值大幅回落，当前PE（TTM）分别处于2011年至今的6.7%/0.8%分位。

■ **基建补短板带动投资回暖，轨交建设/设计咨询优先受益：**展望2019年，国内经济下行压力有所增大，在消费/外贸承压，制造业/地产投资增长乏力的情况下，积极财政政策发力补短板，将带动基建投资回暖。高速铁路/城市轨道交通建设作为政府“稳投资”的重要抓手将优先受益。另外，在2019年地方政府财政预算提升空间有限的情况下，通过合规的PPP项目吸引社会资本参与基础设施建设将成为政府“稳投资”的重要资金来源。2018Q4以来，财政部、发改委纷纷发声支持PPP模式，我们认为在中央政府的持续推动下，PPP政策体系将加速完善，助力PPP项目加速推进，作为参与PPP项目主力的建筑央企将迎来长期发展利好。

■ **水泥景气高企难掩明年隐忧，后周期建材需求改善或可期：**按房地产项目的建设周期划分，建材产品可分为前周期建材（水泥、防水材料、减水剂）和后周期建材（玻璃、管材、石膏板）。其中，前周期建材方面：1）受益冬季错峰与行业协同限产的落实执行，2018年水泥价格上升至历史高位，伴随2H18供给侧改革/环保政策边际放松，未来需重点关注行业协同进展；2）2017年以来，防水材料/减水剂龙头积极扩产提升市场份额，未来业绩将稳健增长，此外近期油价快速回落将有助于降低公司原料成本，释放盈利弹性。地产后周期建材作为装饰装修材料，其需求受房屋竣工面积增速影响显著。据我们估计，2019年国内竣工面积增速有望回暖，玻璃/管材/石膏板需求改善可期。

■ **投资建议：**受益国家积极财政政策发力，2019年基建补短板将带动投资回暖，建筑行业景气将回升，维持建筑行业“强于大市”评级。投资标的上，建筑板块关注以下主线：1）推荐处于基建产业链前端，优先受益基建补短板的设计咨询企业**苏文科、中设集团**；2）建议关注受益高铁/城市轨道交通建设高景气建筑央企**中国中铁、中国铁建**；3）建议关注受益PPP模式回暖，估值较低的建筑央企**中国建筑、中国交建**；4）建议关注有望受益2019年地产竣工回暖，积极布局家装的公装龙头**金螳螂**。展望2019年上半年，我们预计地产投资增速将回落，前周期建材需求端将承压，水泥行业景气持续性存隐忧，下调建材行业评级至“中性”。投资标的方面，

推荐减水剂龙头**建研集团**，推荐区域竞争格局较好的**华新水泥**，推荐消费建材龙头**伟星新材**，推荐定价权持续稳固的石膏板龙头**北新建材**。

- **风险提示：**1) “补短板”政策执行不及预期风险；2) 建筑企业应收账款风险；3) 建筑企业订单执行不及预期风险；4) 房地产与基建投资大幅下滑导致建材需求萎缩风险；5) 原材料及能源价格大幅上涨风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		2018-12-13	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
建研集团	002398	5.05	0.28	0.38	0.49	0.61	18.04	13.29	10.31	8.28	强烈推荐	
苏交科	300284	11.38	0.57	0.70	0.86	1.04	19.86	16.18	13.28	10.95	推荐	
中设集团	603018	18.01	0.95	1.24	1.60	2.04	19.05	14.57	11.28	8.81	推荐	
华新水泥	600801	18.21	1.39	3.02	3.37	3.71	13.10	6.03	5.40	4.91	推荐	
伟星新材	002372	15.50	0.63	0.75	0.86	0.99	24.60	20.67	18.02	15.66	推荐	
北新建材	000786	16.11	1.39	1.80	2.04	2.27	11.61	8.95	7.91	7.10	推荐	
中国中铁*	601390	7.52	0.70	0.81	0.92	1.03	11.24	9.27	8.18	7.33	-	
中国铁建*	601186	12.10	1.18	1.41	1.61	1.80	11.10	8.56	7.51	6.73	-	
中国建筑*	601668	6.17	0.78	0.87	0.96	1.06	5.88	7.13	6.42	5.80	-	
中国交建*	601800	12.39	1.27	1.37	1.51	1.67	9.74	9.03	8.20	7.41	-	
金螳螂*	002081	9.07	0.73	0.84	1.00	1.17	12.42	10.84	9.10	7.74	-	

备注：*号公司2018-2020年EPS取自Wind一致预期。

正文目录

一、“去杠杆”拖累基建投资，建筑建材估值双双触底	9
1.1 “去杠杆”拖累基建投资，地产投资维持高位	9
1.2 建筑：订单与业绩增速同步趋缓，盈利水平有所改善	13
1.3 建材：子板块业绩显著分化，水泥盈利增速维持高位	15
1.4 建筑建材跑输沪深 300，板块估值均处历史低位	16
二、基建补短板持续发力，轨交建设/设计咨询优先受益	20
2.1 经济下行压力有所增大，积极财政政策将持续发力	20
2.2 高铁建设成“稳投资”重要抓手，城市轨交建设规模将维持高位	21
2.3 PPP 模式迎来边际改善，利好建筑央企龙头	25
三、19 年地产竣工有望回暖，精装修、家装景气可期	28
3.1 装修市场稳定增长，19 年竣工回暖有望提振行业需求	28
3.2 住宅精装有望迎来景气周期，家装蓝海静待龙头诞生	30
四、前周期建材：水泥景气高企难掩明年隐忧，防水/减水剂盈利水平将回升	34
4.1 水泥：景气高企难掩明年隐忧，关注协同限产执行进展	34
4.2 防水材料&减水剂：龙头积极扩张提升市场份额，油价回落将提升盈利能力	40
五、后周期建材：地产竣工复苏有望提振需求，静待 19 年拐点到来	47
5.1 玻璃：19 年需求有望改善，供给侧改革趋缓限制价格上行	47
5.2 管材：消费建材龙头不惧周期波动，推荐伟星新材	49
5.3 石膏板：寡头格局已然形成，北新建材定价权日趋稳固	50
六、投资建议	52
七、风险提示	53

图表目录

图表 1	固定资产投资增速持续下滑.....	9
图表 2	2018 年以来制造业投资增速持续回升.....	9
图表 3	基础设施投资增速（全口径）现企稳迹象.....	9
图表 4	房地产开发投资增速保持稳定.....	9
图表 5	基础设施建设投资构成情况.....	10
图表 6	道路运输业固定资产投资增速情况.....	10
图表 7	铁路运输业固定资产投资增速情况.....	10
图表 8	水利管理业固定资产投资增速情况.....	10
图表 9	公用设施管理业固定资产投资增速情况.....	10
图表 10	环境保护与生态治理业固定资产投资增速情况.....	10
图表 11	基建投资与基建投资资金来源增长情况.....	11
图表 12	基础设施建设投资资金来源结构情况.....	11
图表 13	18 年以来社融规模持续负增长.....	11
图表 14	我国 M1、M2 月末同比增速情况.....	11
图表 15	2018 年以来城投债净融资额持续降低.....	12
图表 16	非标融资快速下滑拖累社融增速.....	12
图表 17	资金面趋紧拖累基建投资增速.....	12
图表 18	建筑装饰行业不同评级信用利差走势.....	12
图表 19	2018 年 1-10 月商品房销售额同比+13%.....	13
图表 20	商品房库存持续下降.....	13
图表 21	2018 年 1-10 月土地购置面积同比+15%.....	13
图表 22	房屋新开工面积与竣工面积增速剪刀差走阔.....	13
图表 23	建筑业新签合同增速持续下行.....	14
图表 24	建筑业在手合同额增速持续下行.....	14
图表 25	2018 年以来建筑板块营收增速持续下滑.....	14
图表 26	2018 年以来建筑板块归母净利增速持续下滑.....	14
图表 27	建筑板块毛利率同比小幅增长.....	14
图表 28	建筑板块净利率同比小幅提升.....	14
图表 29	建筑子板块营收增速对比.....	15
图表 30	建筑子板块归母净利增速对比.....	15
图表 31	建材行业营收增速持续下滑.....	15
图表 32	建材行业归母净利增速高位回落.....	15
图表 33	建材行业整体毛利率情况.....	16

图表 34	建材行业整体净利率情况	16
图表 35	建材行业子板块营收增速情况对比	16
图表 36	建材子板块归母净利增速情况对比	16
图表 37	2018 年各板块涨跌幅情况对比	17
图表 38	建筑装饰行业估值变化情况 (截止 2018/12/7)	17
图表 39	建筑材料行业估值变化情况 (截止 2018/12/7)	18
图表 40	各板块估值情况对比	18
图表 41	2018 年建筑子板块涨跌幅	19
图表 42	2018 年建筑子板块市盈率变化	19
图表 43	2018 年建材子板块涨跌幅	19
图表 44	2018 年建材子板块市盈率变化	19
图表 45	2018 年前三季度 GDP 增速下降至 6.7%	20
图表 46	三大需求对 GDP 增长的贡献	20
图表 47	社零增速持续探底	20
图表 48	2018 年进出口金额增速持续下滑	20
图表 49	2018 年下半年基建、财政政策迎来边际放松	21
图表 50	全国铁路新开工项目数量	22
图表 51	各行业占中央基建投资项目比重情况	22
图表 52	中央项目占各行业固定资产投资比重	22
图表 53	历次规划铁路网营业里程规模情况	22
图表 54	国家铁路固定资产投资增长情况	22
图表 55	国家铁路固定资产投资累计同比增长情况	22
图表 56	铁路运输业在建净规模将持续增长	23
图表 57	2018-2019 年部分新开工高速铁路项目情况	23
图表 58	2017 年城市轨交投资达 4762 亿元, 同比+24%	24
图表 59	2017 年城市轨交投资占基建投资比重达 2.8%	24
图表 60	2017 年在建轨交里程 6246 公里, 同比+11%	25
图表 61	2017 年城轨土建工程签约合同额达 5698 亿元	25
图表 62	PPP 项目管理库入库项目数量变化情况	26
图表 63	PPP 项目管理库入库项目投资额变化情况	26
图表 64	PPP 管理库项目落地率持续提升至 52%	26
图表 65	2017/01-2018/09 落地 PPP 项目数量情况	26
图表 66	2017/01-2018/09 落地 PPP 项目投资额情况	26
图表 67	PPP 项目投资回报率情况	26
图表 68	PPP 管理库清库接近尾声	27
图表 69	不同所有制社会资本 PPP 成交数量	27

图表 70	不同所有制社会资本 PPP 成交金额	27
图表 71	社会资本 PPP 中标排行榜	28
图表 72	建筑业装饰装修总产值变动趋势	29
图表 73	17 年公建装饰装修产值 2.03 万亿元, YoY+8%	29
图表 74	17 年住宅装饰总产值达 1.91 万亿元, 同比+7%	29
图表 75	竣工面积与新开工面积增速剪刀差走阔	30
图表 76	地产已售未完工面积达 38 亿平米, 同比+23%	30
图表 77	08-14 年竣工增速滞后新开工增速 1.75-2 年	30
图表 78	15 年以后竣工增速滞后新开工增速 3 年	30
图表 79	17 年精装修成品房产值 7600 亿元, 同比+8.6%	31
图表 80	17 年全装修占当期住宅竣工套数比重达 15%	31
图表 81	50 强开发商准一线城市精装配套占比情况	31
图表 82	50 强开发商二线城市精装配套占比情况	31
图表 83	国内主要省份全装修政策	31
图表 84	2017 年住宅装饰总产值构成情况	33
图表 85	金螳螂家装业务毛利率显著高于公装业务	33
图表 86	金螳螂·家 门店已达 172 家	33
图表 87	2018 年前 10 月水泥产量同比增长 2.6%, 10 月当月同比增长 13.1%	34
图表 88	分地区产量增长情况	34
图表 89	全国库容比情况	35
图表 90	华北地区库容比情况	35
图表 91	华东地区库容比情况	35
图表 92	中南地区库容比情况	35
图表 93	华南地区库容比情况	35
图表 94	西南地区库容比情况	35
图表 95	西北地区库容比情况	36
图表 96	东北地区库容比情况	36
图表 97	2018 年与 2017 年冬季错峰生产计划对比	36
图表 98	2018 年非采暖季限产情况 (行业自律)	37
图表 99	全国 PO42.5 水泥价格走势	38
图表 100	华北地区 PO42.5 水泥价格走势	38
图表 101	东北地区 PO42.5 水泥价格走势	38
图表 102	华东地区 PO42.5 水泥价格走势	38
图表 103	中南地区 PO42.5 水泥价格走势	39
图表 104	华南地区 PO42.5 水泥价格走势	39
图表 105	西南地区 PO42.5 水泥价格走势	39

图表 106	西北地区 PO42.5 水泥价格走势	39
图表 107	全国各省水泥熟料产能集中度对比	39
图表 108	全国各省水泥行业小企业数量及熟料产能占比	40
图表 109	防水材料制造行业主营收入持续高增长	41
图表 110	历年沥青防水卷材产量变化图	41
图表 111	历年防水材料产品构成情况	41
图表 112	防水产品销售收入与地产建工投资相关性较高	42
图表 113	上市防水企业占规上企业营收比重持续提升	42
图表 114	防水行业固定资产投资增速有所下行	42
图表 115	东方雨虹生产资本性支出增速高于行业	42
图表 116	东方雨虹防水卷材单位成本走势	43
图表 117	东方雨虹防水卷材成本与布伦特原油显著相关	43
图表 118	国际原油价格持续走低	43
图表 119	国内沥青价格触顶回落	43
图表 120	国内 SBS 现货价格持续回落	43
图表 121	2018Q4 聚醚价格快速回落	43
图表 122	全国减水剂消费量维持高位	44
图表 123	聚羧酸减水剂消费量保持稳定增长	44
图表 124	混凝土减水剂历年产量构成情况	44
图表 125	聚羧酸减水剂成为龙头企业主要产品	44
图表 126	聚羧酸减水剂行业集中度情况	45
图表 127	2017 年龙头营收增速领先行业	45
图表 128	建研集团其他区域收入增速显著高于华东地区	45
图表 129	建研集团分区域收入占比情况	45
图表 130	2017 年苏博特西部区/华中收入增速较高	45
图表 131	苏博特分区域收入占比情况	45
图表 132	建研集团毛利率受聚醚单体价格影响显著	46
图表 133	苏博特毛利率受聚醚单体影响显著	46
图表 134	聚醚单体价格受环氧乙烷影响显著	46
图表 135	环氧乙烷价格与国际原油价格走势	46
图表 136	工业萘价格快速下行	46
图表 137	萘系减水剂价格走势	46
图表 138	浮法玻璃产销量增长情况	47
图表 139	浮法玻璃销量同比增长走势图	47
图表 140	浮法玻璃生产线库存情况	47
图表 141	浮法玻璃产能利用率走势	47

图表 142	浮法玻璃价格高位震荡	48
图表 143	玻璃-纯碱价差走势	48
图表 144	2018 年全国各区域玻璃产能变化情况	48
图表 145	玻璃-纯碱价差走势	48
图表 146	浮法玻璃销量增速与房屋竣工面积增速对比	48
图表 147	伟星新材分产品收入比重情况	49
图表 148	伟星新材营收增速与住宅竣工面积增速对比	49
图表 149	2017 年原材料占公司营业成本比重达 71%	49
图表 150	公司管道吨成本受原油价格影响显著	49
图表 151	17 年北新建材石膏板产量占全国比重达 58%	50
图表 152	北新建材自 2017 年开始提价	50
图表 153	我国石膏板建筑下游仍以公共建筑装修为主	51
图表 154	石膏板产量增速与办公楼竣工面积增速对比	51
图表 155	办公楼新开工增速(+2 年)与竣工增速对比	51
图表 156	办公楼新开工增速(+2.75 年)与竣工增速对比	51
图表 157	历年住宅/办公楼竣工面积情况	51
图表 158	2017 年竣工面积分类型占比情况	51
图表 159	绿色墙材推广相关政策	52

一、“去杠杆”拖累基建投资，建筑建材估值双双触底

1.1 “去杠杆”拖累基建投资，地产投资维持高位

2018年前三季度，受国内金融去杠杆与地方政府隐性债务清理影响，我国固定资产投资增速持续回落。8月份以来，伴随积极财政政策托底效应逐步显现，固定资产投资增速触底后小幅回升，其中：1-10月完成投资额54.76万亿元，同比增长5.7%。分行业看，制造业投资增速持续回升，2018年1-10月同比增长9.1%；基建投资增速于9月触底后小幅反弹，1-10月全口径投资增速为0.92%，环比+0.66pct，不含电力投资增速为3.7%，环比+0.4pct；房地产投资增速维持高位，1-10月为9.7%。

图表1 固定资产投资增速持续下滑



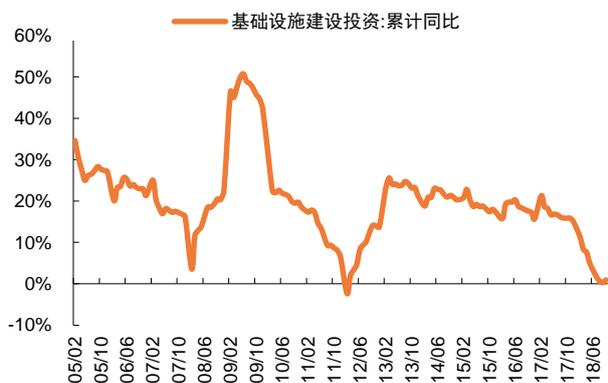
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 2018年以来制造业投资增速持续回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 基础设施投资增速（全口径）现企稳迹象



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 房地产开发投资增速保持稳定

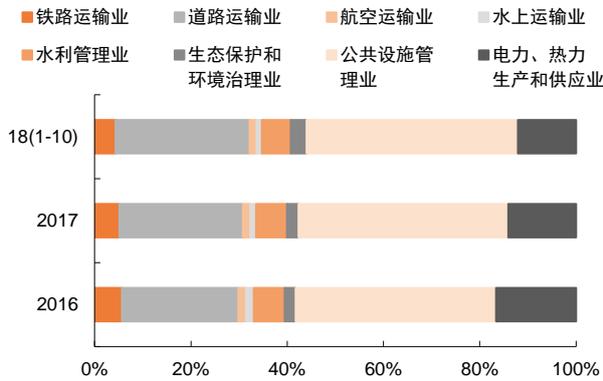


资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 基建投资底部企稳态势初现，资金面偏紧仍是制约因素

从基建投资的构成看，占比较高的行业主要为公共设施管理业（40%）、道路运输业（25%）、水利管理业（5%）、铁路运输业（4%）和生态环保和治理业（3%），其中：2018年1-10月，道路运输业投资增速为10.1%，环比9月+1.2pct；铁路运输业投资增速为-7.0%，环比9月+3.5pct；水利管理业投资增速-4.1%，环比9月+0.6pct；公共设施管理业投资增速1.3%，环比9月-0.4pct；生态保护和治理业投资者增速为36.7%，同比+3.0pct。

图表5 基础设施建设投资构成情况



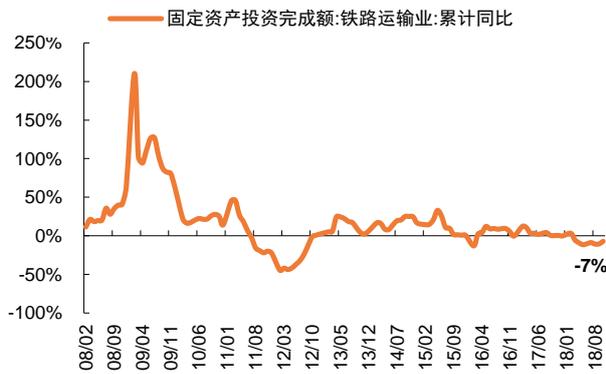
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 道路运输业固定资产投资增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 铁路运输业固定资产投资增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 水利管理业固定资产投资增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 公用设施管理业固定资产投资增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

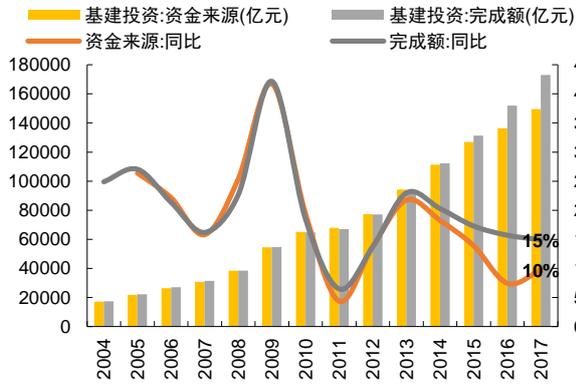
图表10 环境保护与生态治理业固定资产投资增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

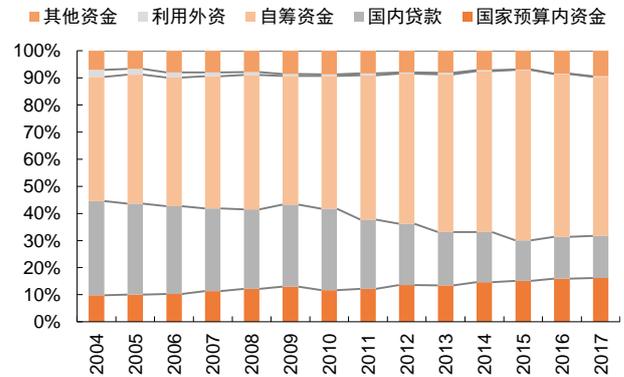
从资金来源看：2017年，基础设施建设到位资金14.95万亿元，同比增长9.7%，占2017年基建投资完成额比重为86.4%，其中自筹资金^[1]占比持续提升。2018年以来，在国家推进金融去杠杆的背景下，国内资金面持续收紧，导致基建投资增速持续下滑。

图表11 基建投资与基建投资资金来源增长情况



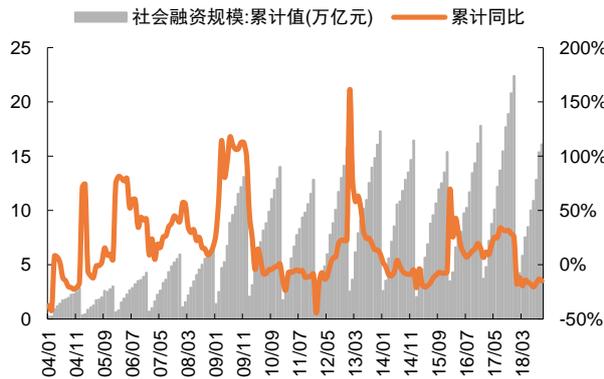
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表12 基础设施建设投资资金来源结构情况



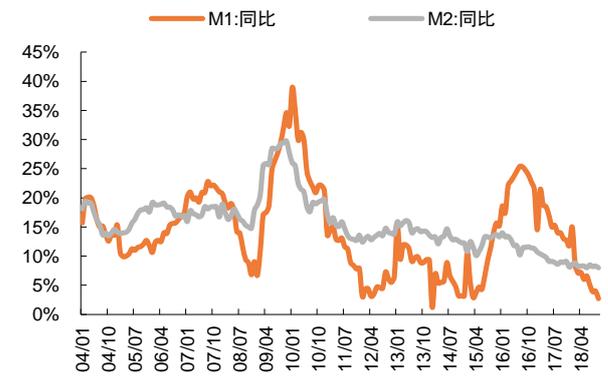
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表13 18年以来社融规模持续负增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表14 我国M1、M2月末同比增速情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

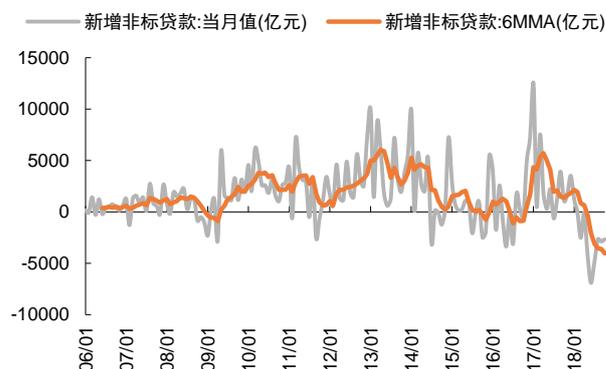
[1] 备注：基础设施建设投资到位资金中，自筹资金包括：非标资金、城投债、铁道部债券、专项金融债、PPP社会资本金、发改委专项债与项目收益债等。

图15 2018年以来城投债净融资额持续降低



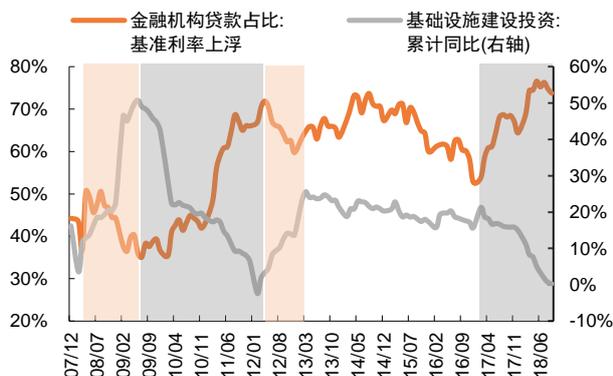
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图16 非标融资快速下滑拖累社融增速



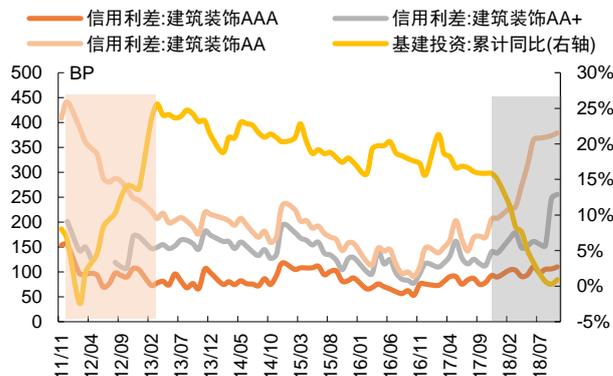
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图17 资金面趋紧拖累基建投资增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图18 建筑装饰行业不同评级信用利差走势

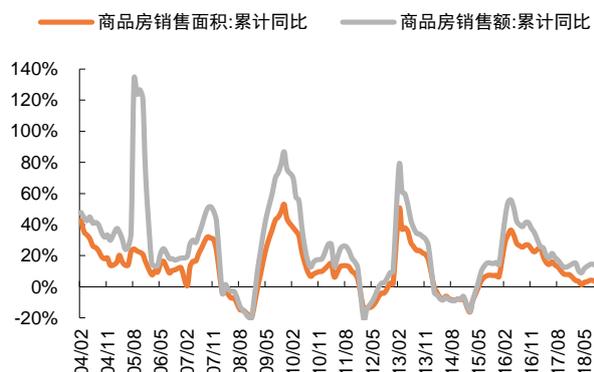


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 18年地产景气有所回落,“低库存+紧资金”影响持续发酵

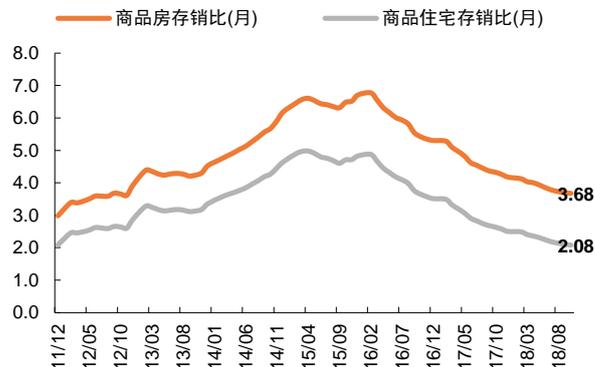
受房地产调控持续影响,2018年以来房地产市场景气有所回落,前10月商品房销售面积增速与销售额增速下滑至2.2%和12.5%。2016年以来,我国商品房去库存效果显著,截止2018年10月,我国商品房存销比与商品住宅存销比分别下降至3.68个月和2.08个月,回到了2012年年初水平。受低库存影响,2018年积极拿地,前10月购置土地面积同比增长15.3%,土地购置费同比增长63.4%。在国内资金面持续收紧与地产景气下行的双重制约下,2018年以来房企不断加快新开工,争抢销售回款,降低取得预售后的施工强度减缓资金流出,使得新开工面积增速与竣工面积增速的剪刀差持续走阔,前10月房屋新开工面积增速为16.3%,竣工面积增速为-12.5%

图表19 2018年1-10月商品房销售额同比+13%



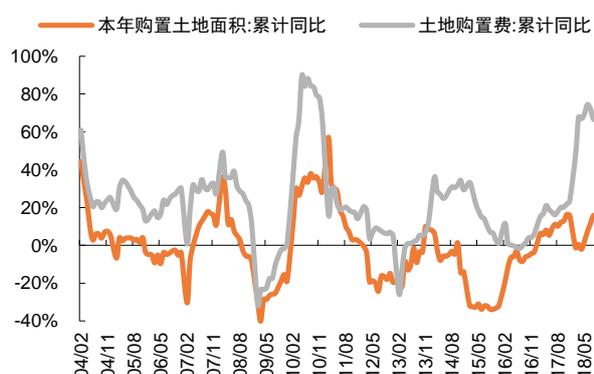
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 商品房库存持续下降



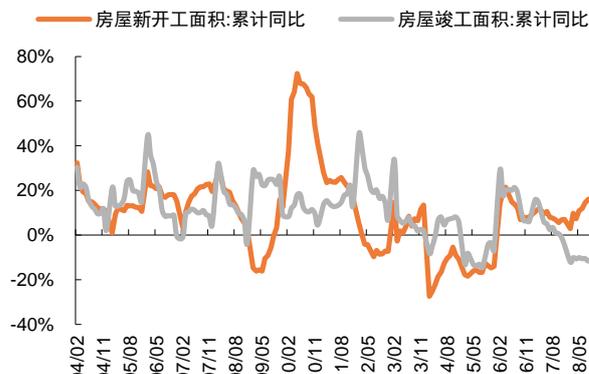
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 2018年1-10月土地购置面积同比+15%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 房屋新开工面积与竣工面积增速剪刀差走阔



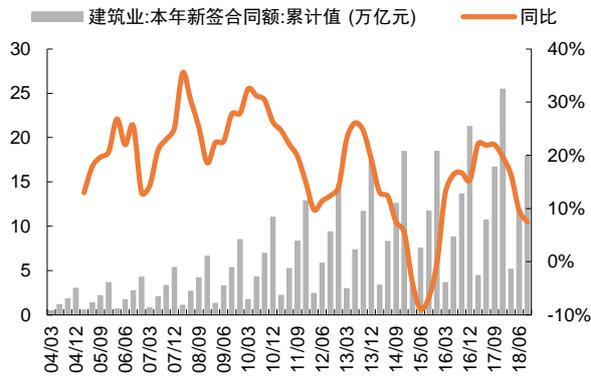
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 建筑：订单与业绩增速同步趋缓，盈利水平有所改善

2018年以来，建筑业新签订单增速持续放缓，2018年前三季度国内建筑业新签订单金额为17.93万亿元，同比增长7.46%，增速较上半年回落2.2pct，截止三季度末，建筑业在手订单金额达到40.14万亿元，同比增长14.1%，环比半年末减少2.1pct。从建筑板块上市公司业绩表现看，2018年前三季度建筑板块营业收入增速与归母净利润增速分别为9.05%和9.88%，环比上半年分别下滑1.83pct和2.60pct。盈利情况方面，2018年建筑板块毛利率与净利率同比小幅提升，前三季度毛利率11.65%，同比增加0.59pct，净利率为3.76%，同比增加0.11pct。

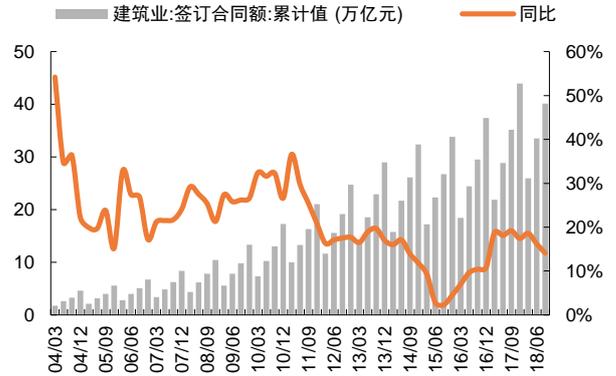
分子板块看，2018年前三季度营收增速靠前的板块分别为化学工程（+38%）、其他基本建设（+24%）、设计咨询（+20%）、钢结构（+18%）、其他专业工程（+17%），归母净利润增速靠前的板块分别为设计咨询（+28%）、钢结构（+26%）、化学工程（+23%）、轨道建设（+19%）和国际工程（+11%）。

图表23 建筑业新签合同增速持续下行



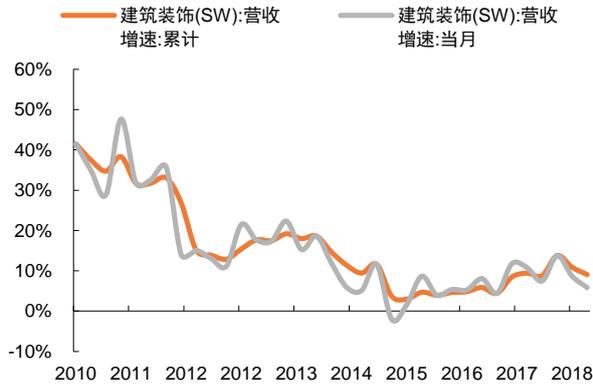
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 建筑业在手合同额增速持续下行



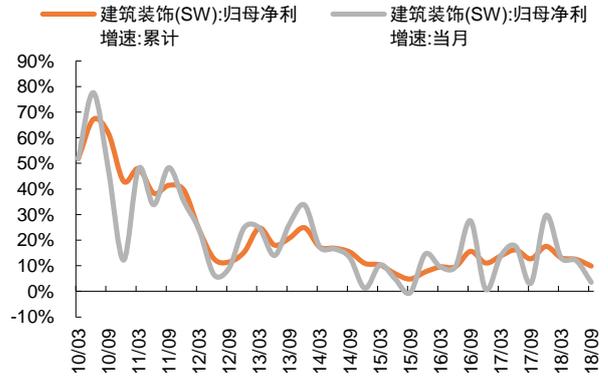
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 2018年以来建筑板块营收增速持续下滑



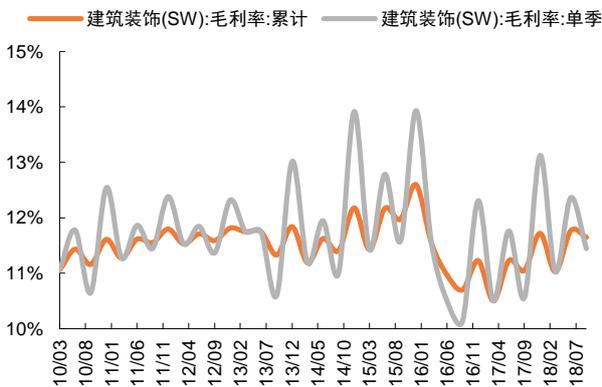
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 2018年以来建筑板块归母净利润增速持续下滑



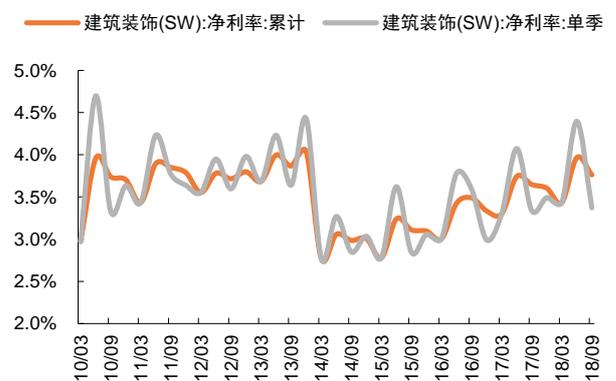
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 建筑板块毛利率同比小幅增长



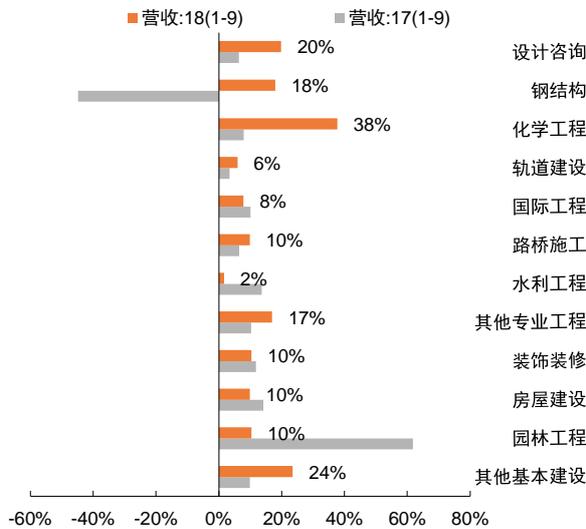
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 建筑板块净利率同比小幅提升



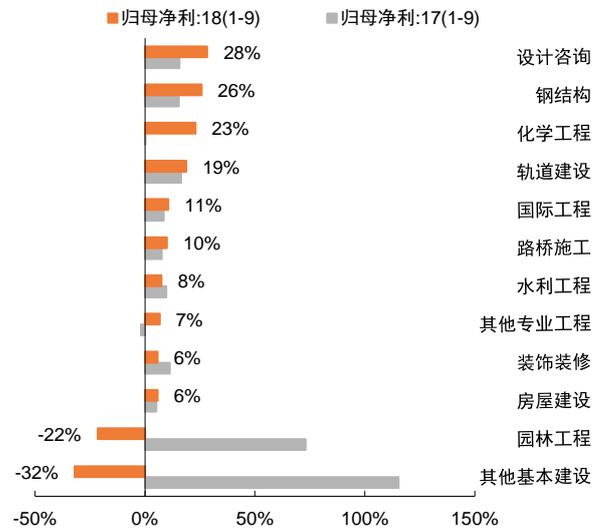
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 建筑子板块营收增速对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 建筑子板块归母净利润增速对比

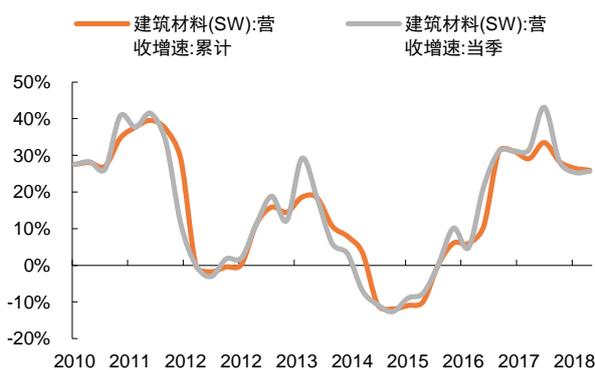


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 建材：子板块业绩显著分化，水泥盈利增速维持高位

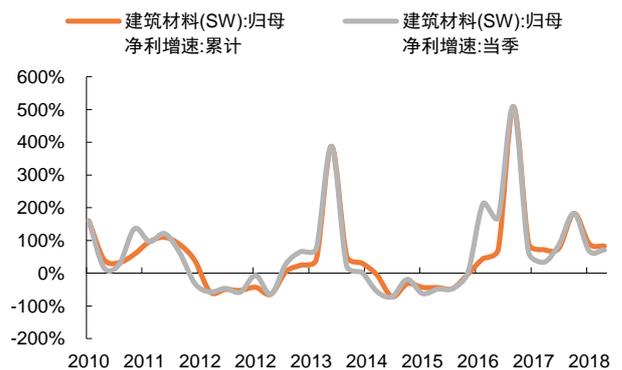
2018 年前三季度，建材板块累计营收增速为 25.9%，环比上半年减少 0.6pct，累计归母净利润增速 82.8%，环比上半年减少 10.9pct。建材行业盈利水平于 2018 年 2 季度触顶后小幅回落，2018 年前三季度毛利率为 31.5%，环比上半年减少 0.5pct，累计净利率为 14.9%，环比上半年减少 0.3pct。分子板块看，2018 年前三季度营收增速靠前的板块分别为陶瓷（+80%）、耐火材料（+44%）、防水材料（35%）、水泥（+33%）、混凝土（+31%），归母净利润增速靠前的板块是耐火材料（+119%）、水泥（+116%）、陶瓷（+105%）、管材（+47%）、混凝土（+37%）。

图表31 建材行业营收增速持续下滑



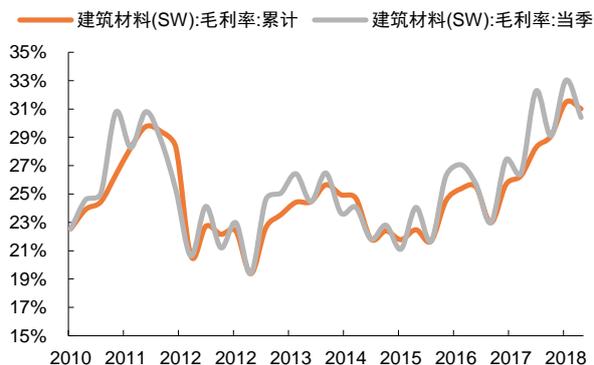
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 建材行业归母净利润增速高位回落



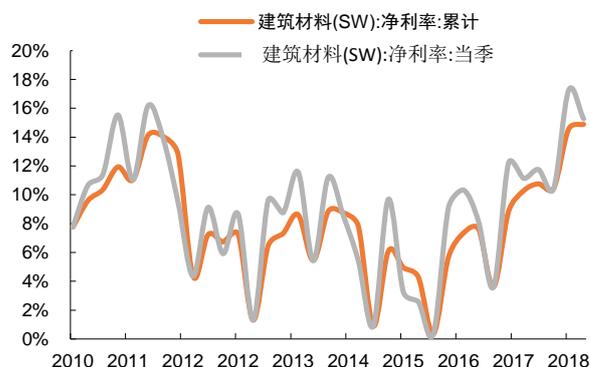
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 建材行业整体毛利率情况



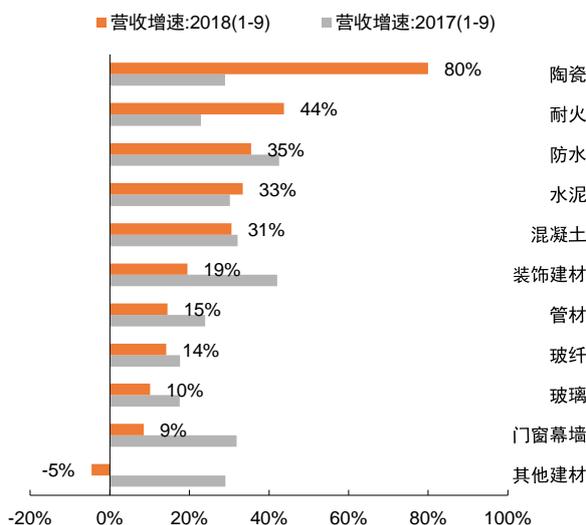
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表34 建材行业整体净利率情况



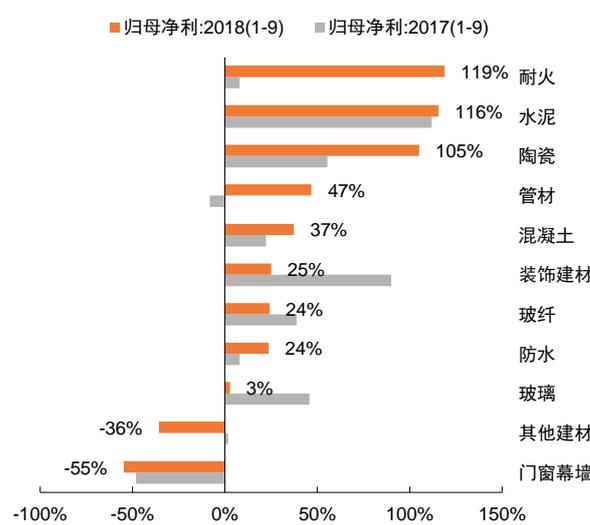
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 建材行业子板块营收增速情况对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 建材子板块归母净利增速情况对比



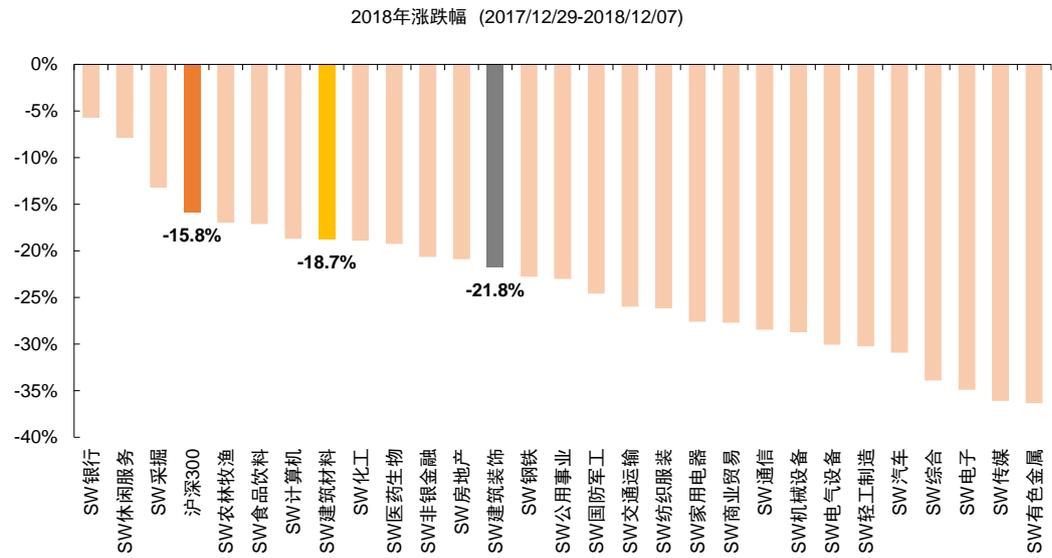
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 建筑建材跑输沪深 300，板块估值均处历史低位

■ 2018 年建筑建材跑输沪深 300，板块估值均处历史低位

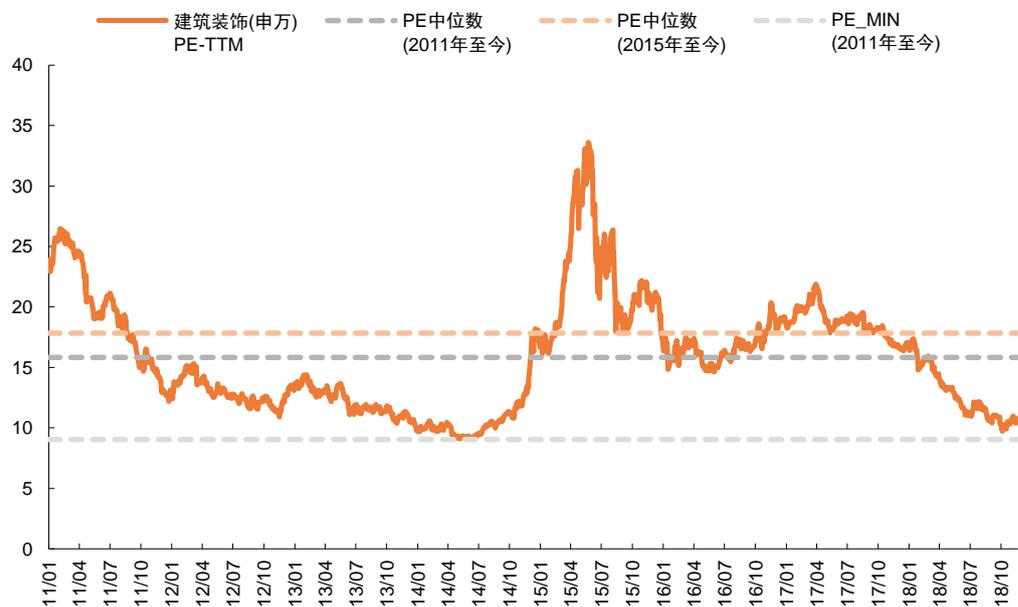
2018 年以来 (截止 2018/12/7)，建筑装饰板块和建筑材料板块分别下跌了 21.8%和 18.7%，跑输沪深 300 指数 6.0pct 和 2.9pct。建筑建材行业估值持续下行，截止 2018/12/7，建筑装饰板块和建筑材料板块 PE-TTM 为 10.7 和 10.5，分别处于 2011 年以来估值的 6.7%分位数和 0.8%分位数。目前，建筑装饰行业和建材行业估值水与沪深 300 相近，分处于申万 28 个一级子行业中的倒数第 5 位和倒数第 4 位。

图表37 2018年各板块涨跌幅情况对比



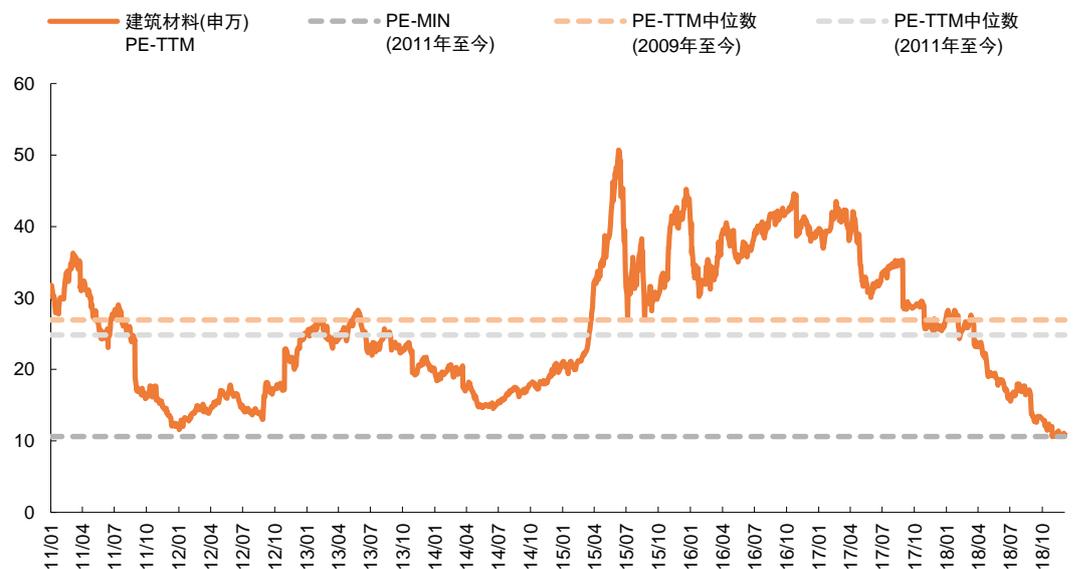
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 建筑装饰行业估值变化情况 (截止 2018/12/7)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 建筑材料行业估值变化情况（截止 2018/12/7）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表40 各板块估值情况对比



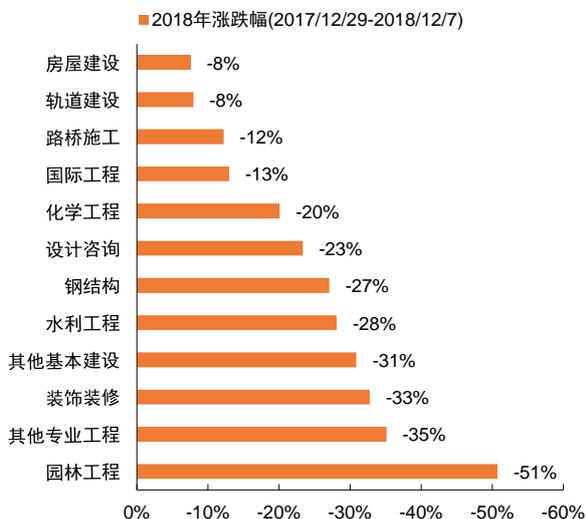
资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 建筑细分板块表现：建筑子板块全线收跌，园林工程跌幅最深

2018 年以来，建筑行业细分板块全线收跌，其中跌幅前五的板块分别为园林工程（-51%）、其他专业工程（-35%）、装饰装修（-33%）、其他基本建设（-31%）和水利工程（-28%），跌幅较浅的板

块为房屋建设 (-8%) 和轨道建设 (-8%)。估值方面, 各个建筑子板块均有不同程度回调, 其中回调幅度较大的分别为钢结构、水利工程、其他专业工程、设计咨询和装饰装修。

图表41 2018年建筑子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 2018年建筑子板块市盈率变化

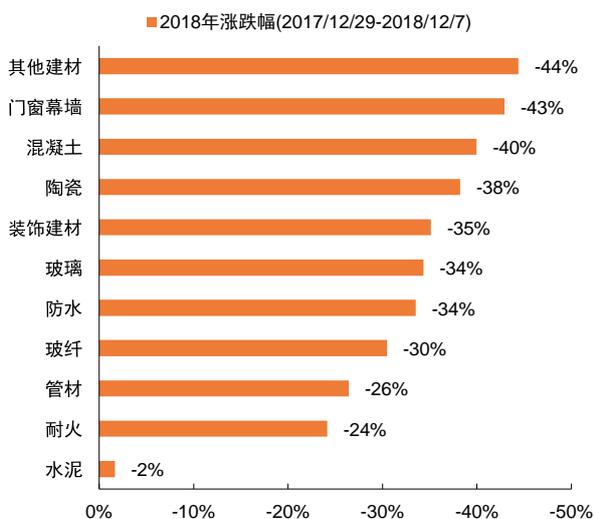


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 建材细分板块表现: 水泥行业一枝独秀

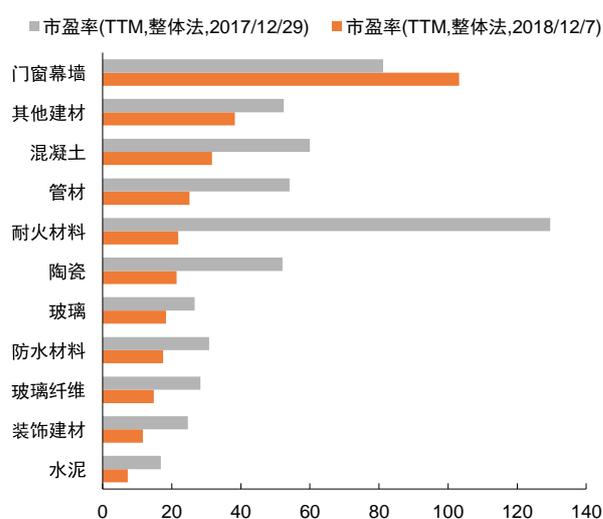
2018年以来, 建材子板块表现分化, 其中水泥板块表现较强, 累计跌幅仅为2%, 除此以外, 其他子板块跌幅均超过20%, 跌幅小于等于30%的板块分别为耐火材料 (-24%)、管材 (-26%) 和玻纤 (-30%)。估值方面, 回调幅度前5的板块分别为耐火材料 (-83%)、陶瓷 (-59%)、水泥 (-57%)、管材 (-54%)、装饰建材 (-53%)。

图表43 2018年建材子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表44 2018年建材子板块市盈率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、基建补短板持续发力，轨交建设/设计咨询优先受益

2.1 经济下行压力有所增大，积极财政政策将持续发力

2018年下半年以来，国内经济下行压力有所增大，2018年前三季度GDP增速降至6.7%，从三大需求看：2018年以来社零增速持续探底，10月份累计同比增速为9.2%，当月同比增速为8.6%；进出口方面，2018年前10月进口金额累计增速为18.4%，环比-1.8pct，出口金额累计增速为11.8%，环比-0.8pct。

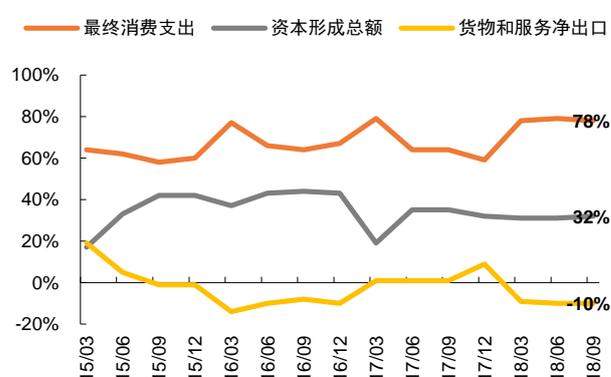
展望2019年，在消费、外贸持续承压，制造业投资与地产投资增长乏力的背景下，积极财政政策将加大发力，助力基建“补短板”，未来基建投资增速将回升，继续发挥逆周期调节作用，对冲经济增速下行。

图表45 2018年前三季度GDP增速下降至6.7%



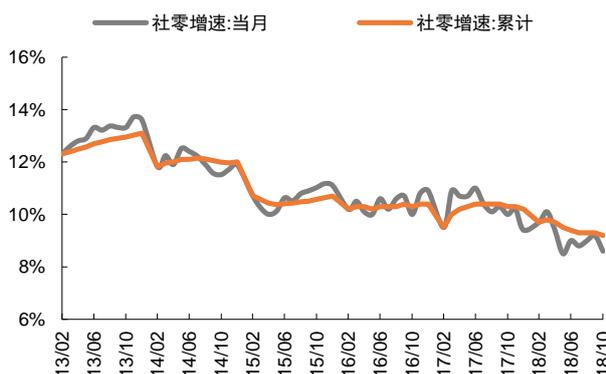
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 三大需求对GDP增长的贡献



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表47 社零增速持续探底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表48 2018年进出口金额增速持续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表49 2018年下半年基建、财政政策迎来边际放松

时间	政策/事件	主要内容
11-15	发改委定时主题新闻发布会	基建投资任务仍然艰巨,下一步将坚持既不过度依赖投资也不能不要投资、防止大起大落的原则,通过四个“进一步”(进一步加强重大项目储备、进一步加快推进重大项目前期工作、进一步加大资金筹措力度、进一步调动民间投资积极性),聚焦精准补短板,不断提高投资效益,确保有限资金投向关键领域。
10-31	关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见	要聚焦脱贫攻坚、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,加快推进已纳入规划的重大项目;提出十项配套措施:加强重大项目储备;加快推进项目前期工作和开工建设;保障在建项目顺利实施,打好防范化解重大风险攻坚战;加强地方政府专项债券资金和项目管理;加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;合理保障融资平台公司正常融资需求;充分调动民间投资积极性;规范有序推进政府和社会资本合作项目;深化投资领域“放管服”改革,切实压减审批时间;防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险。
10-10	中央财经委员会第三次会议	要针对关键领域和薄弱环节,推动建设若干重点工程;规划建设川藏铁路,加强建设运营资金保障。
09-18	国常会	要扩大有效投资,按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求,稳住投资保持正常增长,加大“三区三州”等深度贫困地区基础设施、交通骨干网络特别是中西部铁路公路、干线航道、枢纽和支线机场、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域设施建设。
09-18	发改委“加大基础设施领域补短板力度 稳定有效投资”专题新闻发布会	坚持以供给侧结构性改革为主线、聚焦补短板、强弱项,在坚决有效防范地方政府债务风险的前提下,瞄准基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保等重点领域加大补短板力度,稳定有效投资,不断提高投资效益,确保把有限的资金投向那些能够增加有效供给、补齐发展短板的领域,推动实现高质量发展。
08-14	关于做好地方政府专项债券发行工作的意见	财政部表示,加快地方政府专项债券发行和使用进度,旨在更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用。
07-31	中共中央政治局会议	保持经济平稳健康发展,坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策;把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务,加大基础设施领域补短板的力度。

资料来源:政府官网, Wind, 平安证券研究所

2.2 高铁建设成“稳投资”重要抓手, 城市轨交建设规模将维持高位

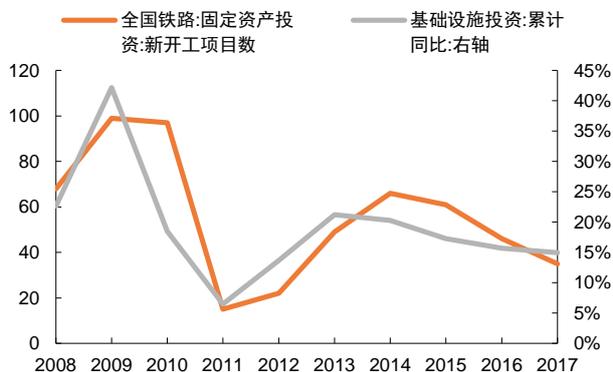
■ 高铁建设再成重要抓手, 项目投资将进一步提速

自2004年我国开启高速铁路网建设以来,高铁建设便成为了我国“稳增长”的重要抓手,从历史数据上看,历年铁路新开工项目与当年基建投资增速相关性较高。对比各个基础设施建设子板块,2017年中央铁路运输业投资占中央基建投资比重达到了38%,中央铁路运输业投资占全国铁路运输业投资比重达到了71%,远高于其他行业。

2018年前10月,国家铁路固定资产投资达到6024亿元,同比增长1.6%,我们预计2018年铁路固定资产投资将重返8000亿元(2015-2018政府铁路建设投资预期目标为8000/8000/8000/7320亿元),上修比例为9.3%,彰显国家发力基建投资决心。从发改委披露的部分项目看,2018-2019年预计开工项目投资达1.35万亿元,将支撑铁路建设投资增速回升。

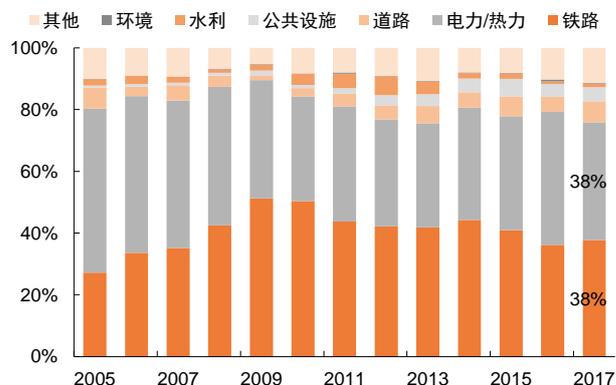
根据我国2016版《中长期铁路网规划》,2020年我国铁路营业里程将达到15万公里,其中高铁3万公里,2025年将达到17.5万公里,高铁3.8万公里;我国铁路运输业在建净规模持续增长,预计2017-2018年在建净规模维持在2万亿元以上。

图表50 全国铁路新开工项目数量



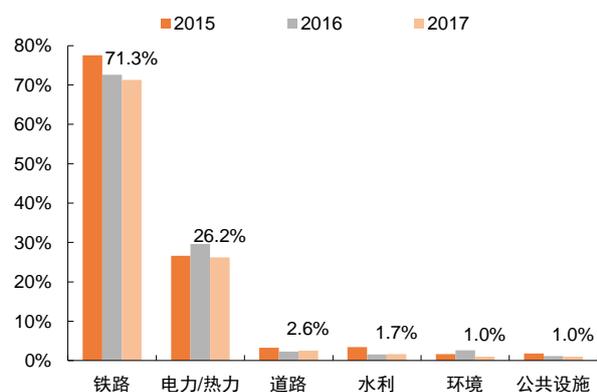
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表51 各行业占中央基建投资项目比重情况



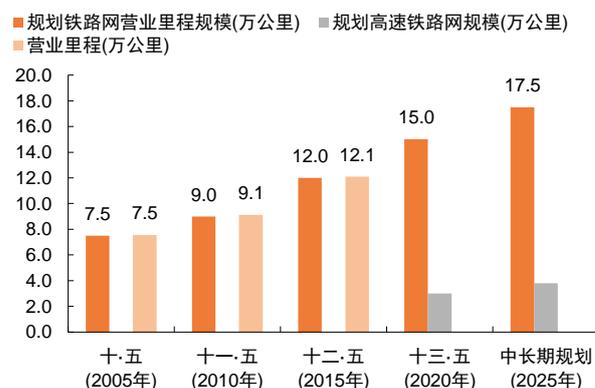
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表52 中央项目占各行业固定资产投资比重



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表53 历次规划铁路网营业里程规模情况



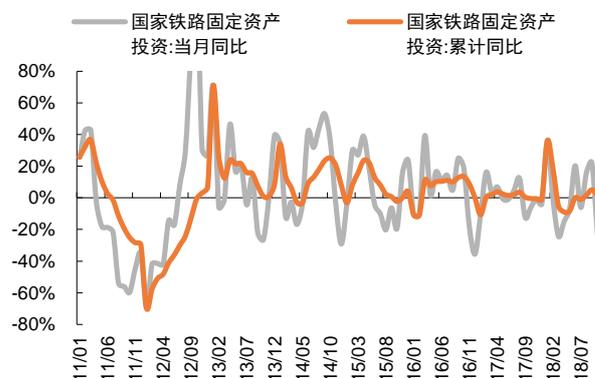
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表54 国家铁路固定资产投资增长情况



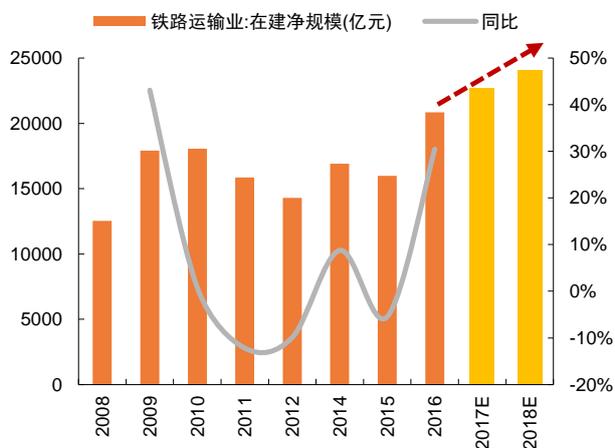
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表55 国家铁路固定资产投资累计同比增长情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 铁路运输业在建净规模将持续增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表57 2018-2019 年部分新开工高速铁路项目情况

项目名称	沿线地区	总投资(亿元)	计划开工
鲁南高铁	菏泽-曲阜	258	2018年11月
池黄高铁	池州-黄山	100	2018年12月
滨潍高铁	滨州-东营-潍坊	161	2018年底
杭绍台高铁	温岭-玉环	78	2018年底
深茂铁路	深圳-江门	652	2018年底
昌景黄高铁	南昌-景德镇-黄山	470	2018年底
宜昌至郑万联络线	宜昌-兴山	195	2018年底
沈白高铁	沈阳-白河	621	2018年底
杭温高铁二期	杭州-义乌	362	2018年底
西十高铁	西安-十堰	582	2018年底
汕汕高铁	汕头-汕尾	278	2018年底
宜张高铁	宜昌-张家界	276	2018年底
兰州至张掖三四线	中川机场-武威段	266	2018年底
盘兴高铁	盘州-兴义	161	2018年底
渝昆铁路	重庆-昆明	1170	2018年内
沿江高速通道	合肥-上海	1000	2018年内
襄常高铁	襄阳-常德	662	2018年内
沪苏湖高铁	湖州-苏州	368	2018年内
黄黄高铁	黄冈-黄梅	170	2018年内
渝湘高铁重庆	重庆-黔江	535	2018年内
长赣高铁	长沙-赣州	595	2019年
郑济高铁山东段	郑州-济南	547	2019年
延榆高铁	延安-榆林	426	2019年
双龙高铁	龙川-龙岩	348	2019年
合新高铁	合肥-新沂	317	2019年
西康高铁	西安-安康	314	2019年
通苏嘉甬高铁	南通-苏州-嘉兴-宁波	300	2019年
杭临绩高铁	杭州-临安-绩溪	219	2019年
昌九高铁	南昌-九江	209	2019年
湛海高铁	湛江-海安	144	2019年
雄商高铁	雄安-商丘	--	2019年
广湛高铁	广州-湛江	840	2019年1月
乌兰察布(集宁)-大同	集宁-大同	173	2019年11月
宁淮城际铁路	南京-淮安	284	2019年12月

项目名称	沿线地区	总投资(亿元)	计划开工	项目名称	沿线地区	总投资(亿元)	计划开工
成自宜高铁	成都-自贡-宜宾	414	2018 年内	成南达万高铁	成都-南充-达州-万州	--	2019 年底

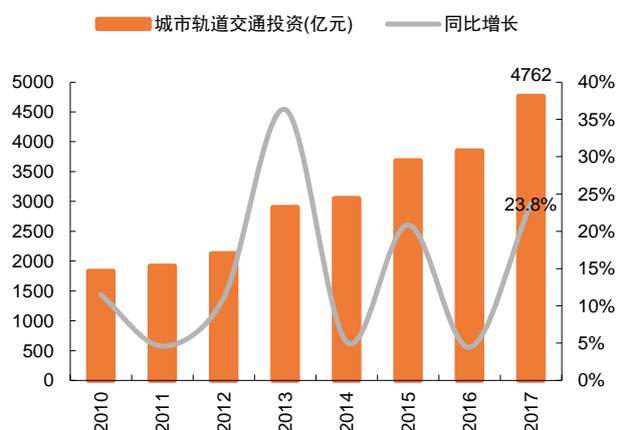
资料来源:基建通,发改委,平安证券研究所

■ 城市轨交备受地方政府青睐,未来建设规模将维持高位

城市轨道交通作为城市公共交通的重要组成部分,具备了运力大、速度快、占用地上空间小的特点,在提升沿线土地价值、缓解城市拥堵方面作用显著,近年来备受各地地方政府青睐。受此影响,我国城市轨道交通运营线路里程保持快速增长,2017 年新运营线路里程达 869 公里, YoY+63%, 全国累计运营线路里程达 5033 公里, YoY+21%。

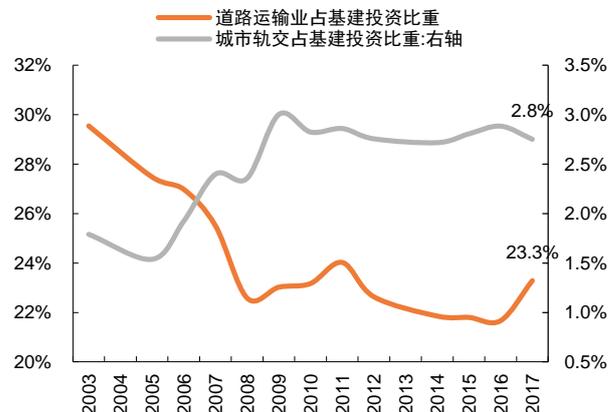
目前,我国城市轨道交通建设仍处于高峰阶段,2017 年全国城市轨道交通投资达 4762 亿元, YoY+23.8%, 全年新签约合同金额达 5698 亿元, YoY+12.9%。截止 2017 年,我国在建城市轨道交通线路里程达 6246 公里,同比增长 11%,主要区域在建里程数占比分别为华东(40%)、华南(16%)、西南(13%)、华北(12%)、华中(9%)。虽然 2018 年中央政府提高了地铁轨交建设的门槛,但是截止 2017 年底,我国规划待建城市轨交里程达 6971 公里,其中规划地铁线路里程为 5814.8 公里,按每公里投资 6.5 亿元计算,未来规划线路总投资约达 3.8 万亿元,我国城市轨交建设规模仍将维持稳健增长。

图表58 2017 年城市轨交投资达 4762 亿元,同比+24%



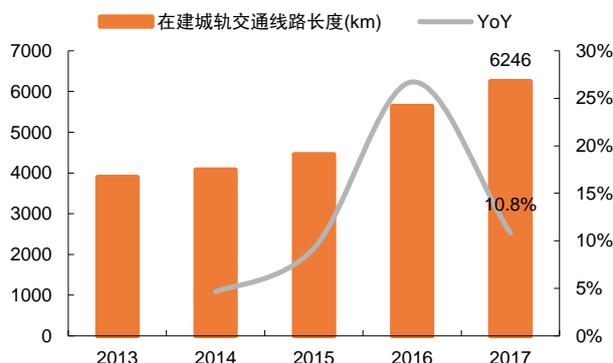
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表59 2017 年城市轨交投资占基建投资比重达 2.8%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表60 2017 年在建轨交里程 6246 公里，同比+11%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表61 2017 年城轨土建工程签约合同额达 5698 亿元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 投资建议

推荐处于基建产业链前端，受益行业集中度提升的设计咨询龙头企业：**苏交科、中设集团**；
建议关注受益高铁建设提速和城轨建设高景气的建筑央企：**中国铁建、中国中铁**。

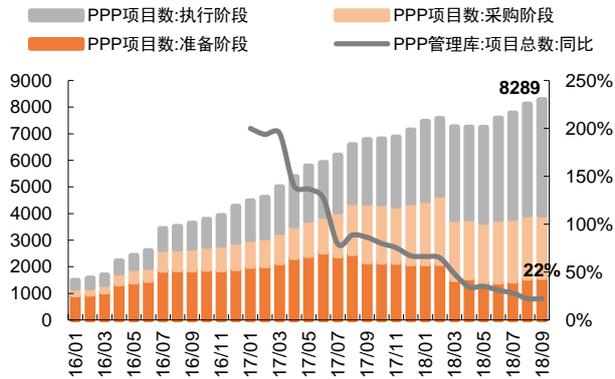
2.3 PPP 模式迎来边际改善，利好建筑央企龙头

■ PPP 管理库项目保持稳健增长，落地率持续提升

2017 年以来，受国家清理地方政府隐性债务和 PPP 项目规范整改影响，PPP 模式在全国的推进有所放缓。伴随项目整改的持续推进，PPP 管理库项目保持稳健增长：截止 2018 年 9 月末，财政部 PPP 管理库项目总数量达 8289 个，同比+22%，总投资额 12.3 万亿元，同比+21.6%，PPP 项目落地率上升至 52%；2018 年 1-9 月，累计落地 PPP 项目 1360 个，同比+31%，增速较 8 月份提高 1pct。项目回报方面，财政部 PPP 管理库落地项目投资回报率保持稳定，2018 年 1-10 月平均投资回报率（算术平均）为 6.54%，其中 2018 年 11 月签约项目投资回报率为 6.56%，自 9 月份以来持续回升。

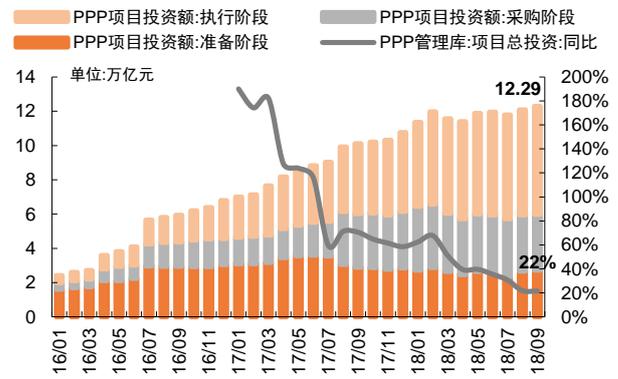
展望 2019 年，在政府财政预算提升空间有限的背景下，通过合规 PPP 模式吸引社会资本参与基础设施建设将是重要选项。根据财政部公布的数据，2018 年第三季度退库 PPP 项目环比大幅减少，其中 8 月和 9 月退库项目数量维持低位（分别为 0 个和 39 个），我们预计国内 PPP 项目整改或已接近尾声，未来合规 PPP 项目将加速落地。

图表62 PPP项目管理库入库项目数量变化情况



资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表63 PPP项目管理库入库项目投资额变化情况



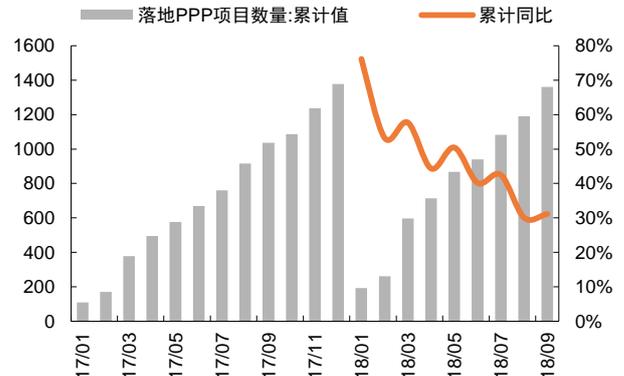
资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表64 PPP管理库项目落地率持续提升至52%



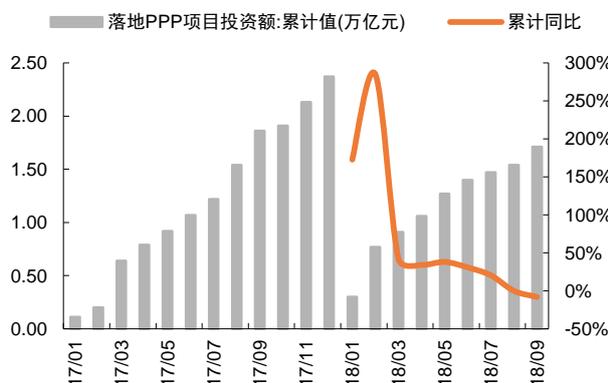
资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表65 2017/01-2018/09 落地PPP项目数量情况



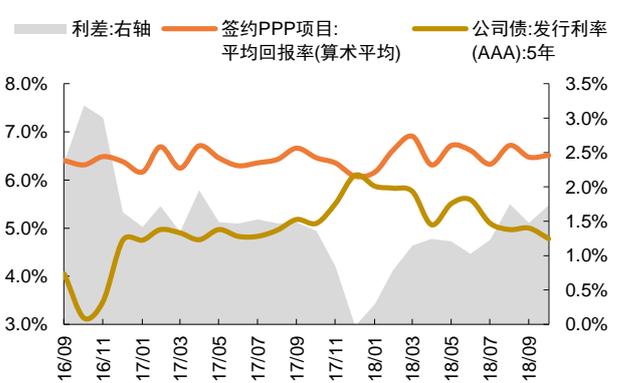
资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表66 2017/01-2018/09 落地PPP项目投资额情况



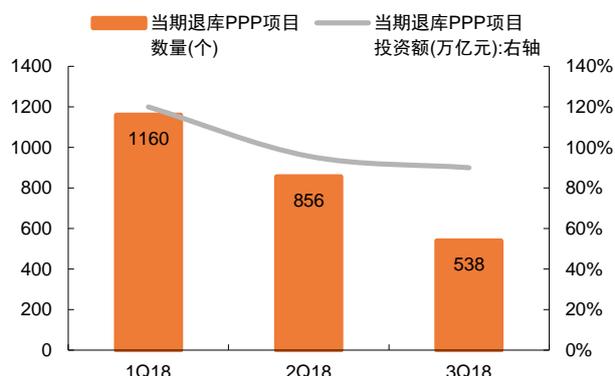
资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表67 PPP项目投资回报率情况



资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表68 PPP管理库清库接近尾声



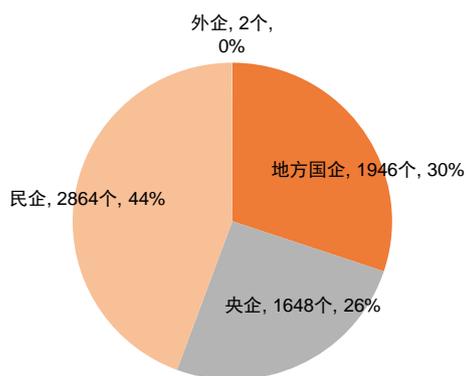
资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

■ PPP 条例呼之欲出，央企龙头有望迎来长期发展利好

2018 年四季度以来，财政部与发改委纷纷发声支持 PPP 模式发展，其中 11 月 9 日，财政部印发的《政府会计准则第 8 号——负债》中明确 PPP 项目的未来支出责任不是政府负债，规范操作 PPP 项目不存在隐性债务风险。该政策的提出有望提高社会资本及金融资本参与 PPP 项目的信心，助力合规 PPP 项目落地。

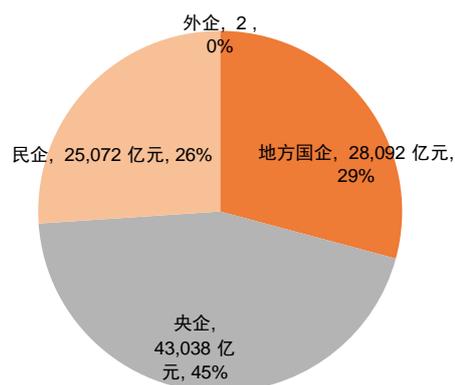
此外，在中央政府的持续推动下，我们预计“PPP 条例”有望于近期出台。展望 2019 年，伴随 PPP 政策体系的进一步完善，PPP 项目有望加速项目推进，在目前地方政府融资受阻的情况下，PPP 模式有望成为基建“补短板”的重要资金来源，支撑基建投资回暖。作为参与 PPP 项目的主力，建筑央企龙头有望迎来长期发展利好。

图表69 不同所有制社会资本 PPP 成交数量



资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表70 不同所有制社会资本 PPP 成交金额



资料来源: CPPPC, 平安证券研究所

图表71 社会资本 PPP 中标排行榜

社会资本名称	累计中标(亿元)	所有权背景
华夏幸福	3711.2	民企
中国建筑	3156.8	央企
中国交建	3038.8	央企
中国中铁	2260.6	央企
葛洲坝	1610.5	央企下属公司
云南交投	1576.7	地方国企
中国铁建	1322.4	央企
云南建工	1234.6	地方国企
东方园林	1191.4	民企

资料来源: Briday, 平安证券研究所

■ 投资建议

投资标的上, 我们建议首选优先受益 PPP 模式回暖, 估值较低的建筑央企: 建议关注**中国建筑**、**中国交建**。

三、 19 年地产竣工有望回暖, 精装修、家装景气可期

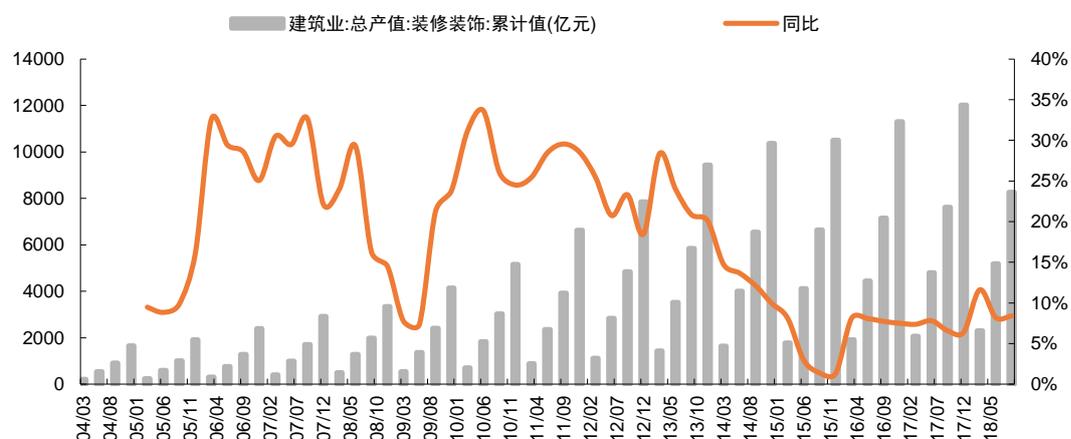
3.1 装修市场稳定增长, 19 年竣工回暖有望提振行业需求

■ 装饰装修市场稳定增长, 存量改造市场增速领先

2018 年以来, 我国建筑业装饰装修行业维持稳定增长, 前 9 月总产值达 8264 亿元, 同比+8.4%, 其中: 公建装饰装修产值 2.03 万亿元, 同比+8.0%, 住宅装饰总产值 1.91 万亿元, 同比+7.3%。

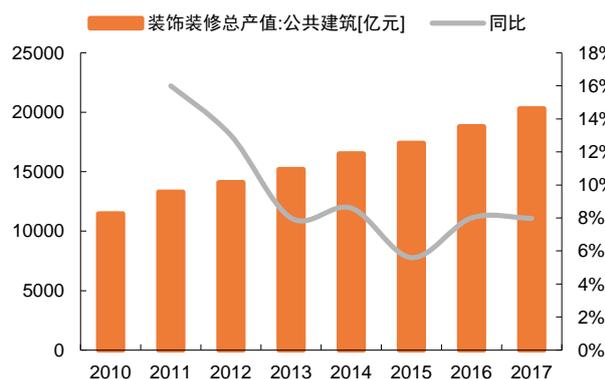
分市场看, 存量改造正逐步成为装饰装修市场主要增长点: 2017 年, 公共建筑存量装修产值达 0.95 万亿元, 同比+11.8%, 增速高于新建公共建筑装修市场 (1.08 万亿元, 同比+4.9%); 住宅改造装修市场产值达 0.60 万亿元, 同比+13.2%, 增速较精装修产值和毛坯房装修产值分别高出 4.6pct 和 13.2pct。

图表72 建筑业装饰装修总产值变动趋势



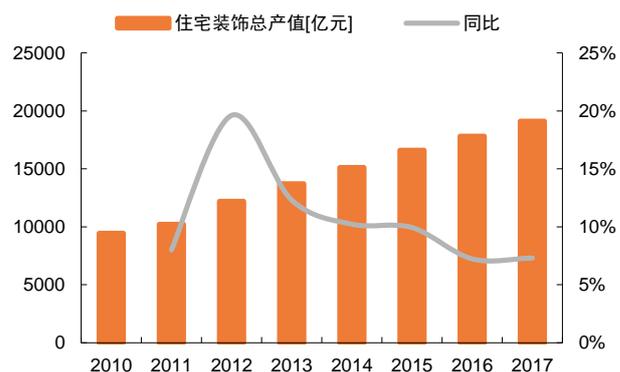
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表73 17年公建筑装饰装修产值 2.03 万亿元, YoY+8%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表74 17年住宅装饰总产值达 1.91 万亿元, 同比+7%



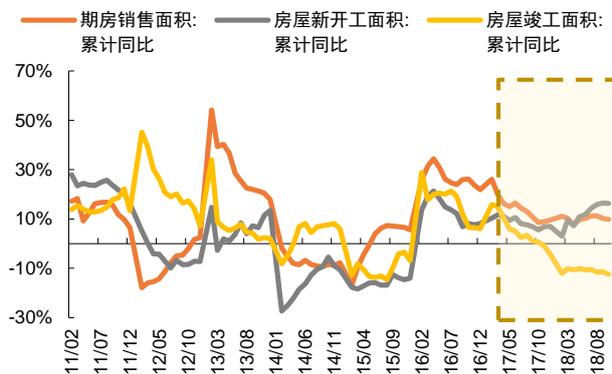
资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 新开工/期房销售-竣工增速剪刀差持续走阔, 19 年地产竣工有望回暖

2018 年以来, 受“销售下滑+低库存+紧资金”等因素影响, 房企纷纷加大拿地力度, 加快前期施工 (拿预售证前) 争取销售回款, 降低后期 (拿预售证后) 施工强度减缓资金支出。受此影响, 房屋新开工面积增速/期房销售面积增速与房屋竣工面积增速剪刀差不断走阔, 其中: 2018 年 1-10 月, 房屋新开工面积增速为 16%, 期房销售面积增速为 10%, 房屋竣工面积增速为-13%。

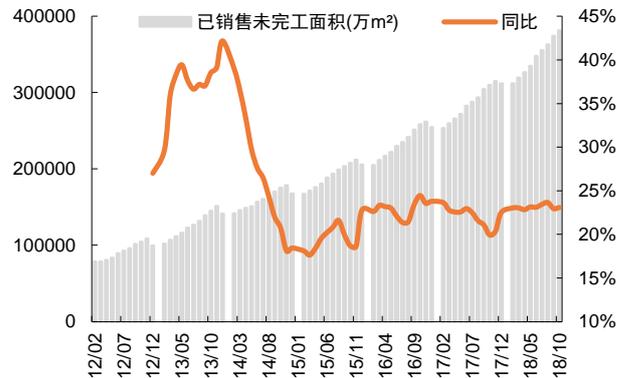
截止 2018 年 10 月底, 房地产已销售未完工面积达 38 亿平方米, 同比增长 23%, 按房屋竣工面积增速预计落后房屋新开工面积增速 2.75 年左右计算, 我们预计 2019 年房屋竣工面积增速将持续回升。

图表75 竣工面积与新开工面积增速剪刀差走阔



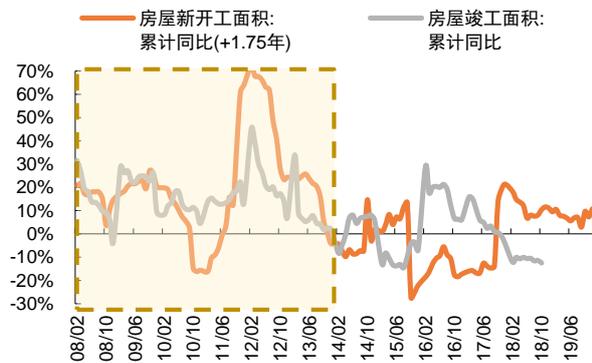
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表76 地产已售未完工面积达 38 亿平米, 同比+23%



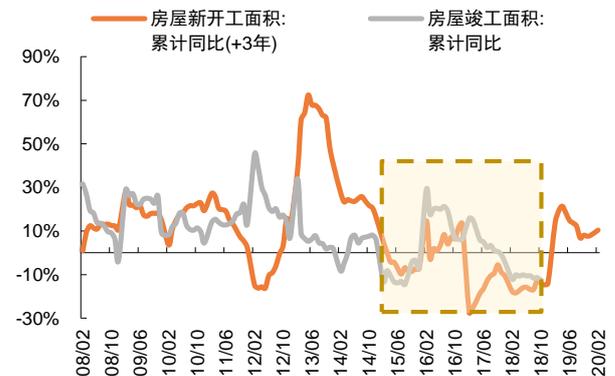
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表77 08-14 年竣工增速滞后新开工增速 1.75-2 年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表78 15 年以后竣工增速滞后新开工增速 3 年



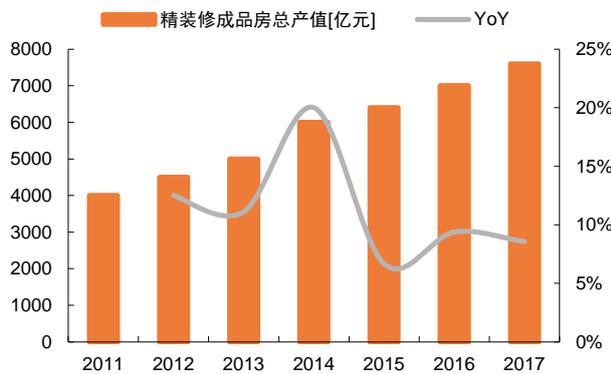
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 住宅精装有望迎来景气周期, 家装蓝海静待龙头诞生

■ 住宅精装修大势所趋, 行业有望迎来景气周期

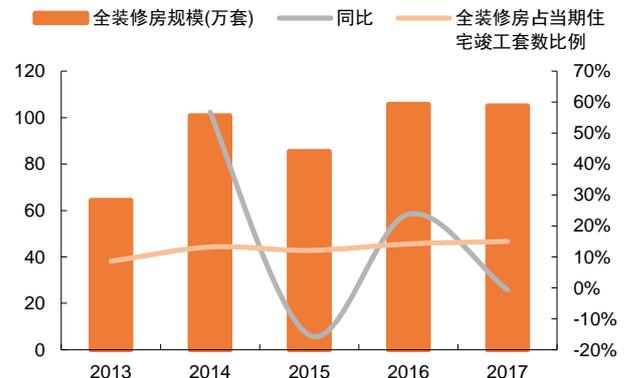
受益国内全装修政策的持续推动, 近年来我国精装房市场保持稳健增长, 2017 年, 我国全装修房规模达 105 万套, 占 2017 年住宅竣工套数比重达 15.0% (同比+0.8pct); 精装修商品房总产值达 7600 亿元, 同比增长 8.6%, 2013~2017 年复合增速达到 11.04%。伴随龙头开发商对于产品质量以及品牌打造的要求不断提升, 住宅精装修将成为行业趋势, 未来有望维持稳健增长。

图79 17年精装修成品房产值7600亿元,同比+8.6%



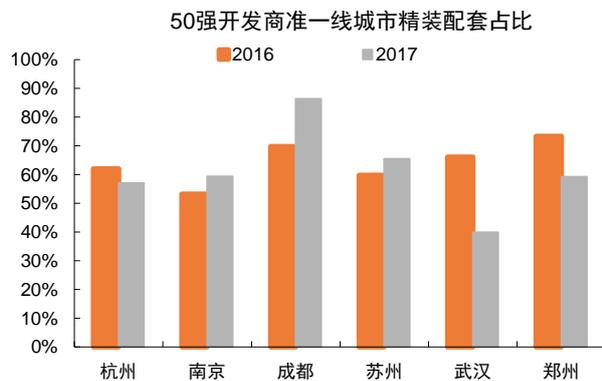
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图80 17年全装修占当期住宅竣工套数比重达15%



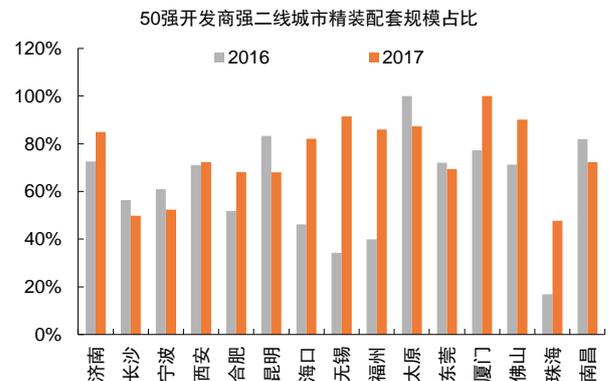
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图81 50强开发商准一线城市精装配套占比情况



资料来源: 奥维云网, 平安证券研究所

图82 50强开发商二线城市精装配套占比情况



资料来源: 奥维云网, 平安证券研究所

图83 国内主要省份全装修政策

省份	时间	文件	部门	内容
中央	2017年12月	《装配式建筑评价标准》	住建部	装配式建筑必须采用全装修。
	2017年4月	《建筑业发展“十三五”规划》	住建部	到2020年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。
	2013年1月	《绿色建筑行动方案》	国务院办公厅	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
北京	2015年底	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》	住建委	北京市公租房、经适房、限价房、棚户区改造安置房及自住房全面实施全装修成品交房。
上海	2016年8月	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理通知》	住建委	外环线以内的城区全装修比例应达到100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%，至2020年应达到50%。本市公共租赁住房（含集中新建和商品住房中配建）的全装修比例为100%。
山东	2018年4月	《关于加快推进全省住建领域新旧动能转换的实施意见》	住建厅	大力发展装配式建筑的同时，也提到，要推行住房全装修，淘汰“毛坯房”，开发销售成品住房

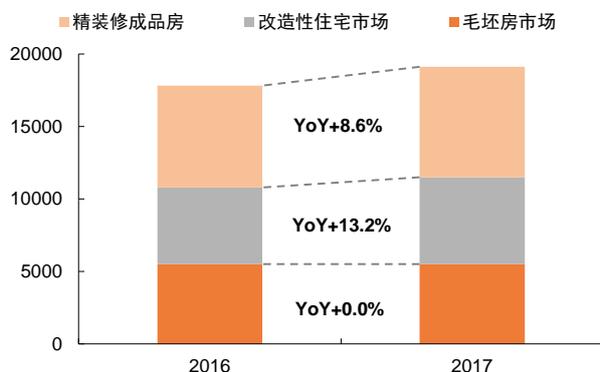
省份	时间	文件	部门	内容
	2017年1月	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	省政府办公厅	2017年设区城市新建高层住宅实行全装修，2020年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
江苏	2017年8月	《江苏省“十三五”住宅产业现代化发展规划》	住建厅	到2020年，全省新建成品住房比例达到40%以上，其中设区市新建成品住房比例达到50%以上，其他城市达到30%以上。装配式建筑和政府投资的新建公共租赁住房全部实现成品住房交付。全省装配式住宅占新建住宅比例达到30%以上。鼓励保障性安居工程建设装配式成品住房。
浙江	2017年8月	《关于加快建筑业改革与发展的实施意见》	省政府办公厅	加快推动建立完善装配式建筑和住宅全装修法规政策、标准规范、监督管理等体系。各地要根据绿色建筑专项规划，落实装配式建筑实施比例和住宅全装修实施范围等要求，列出年度实施项目清单，并向社会公布。
	2016年11月	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	省政府办公厅	各市、县（市、区）中心城区范围内，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。其他区域内的新建住宅，以及已出让或划拨国有土地上尚未交付的住宅，积极鼓励实行全装修和成品交房。
湖南	2017年4月	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	省政府办公厅	推进建筑全装修，积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式。
湖北	2018年5月	《省人民政府关于促进全省建筑业改革发展二十条意见》	省政府	自2018年1月1日起，湖北省各市新建商品住宅中，将全面推行一体化装修技术，结束“毛坯时代”。自2019年1月1日起，全省各城市新建商品住宅全面推行一体化装修技术，湖北各地开建的楼盘将实现全装修交付。
河南	2018年3月	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	住建厅等六个部门	2018年1月1日起，全省市、县新开工建设商品住宅，全部要按照成品住宅设计建设（不含四层以下住宅及单套面积大于200平方米的住宅）。
四川	2016年3月	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	省政府	到2020年，装配率达到30%以上的建筑，占新建建筑的比例达到30%；新建住宅全装修达到50%。到2025年，新建住宅全装修达到70%。
山西	2017年6月	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	省政府办公厅	积极推广标准化、集成化、模块化的一体化装修模式，提倡菜单式全装修。
福建	2018年5月	《2018年福建省装配式建筑工作要点》	住建厅	推广标准化、集成化、模块化的装修模式，促进整体厨卫、轻质隔墙等材料、产品和设备管线集成化技术的应用，提高装配化装修水平。推进整体厨卫、轻质隔墙等装修部品部件生产基地建设。
云南	2017年6月	《关于大力发展装配式建筑的实施政策》	省政府办公厅	推行装配式建筑全装修成品交房，装饰装修与主体结构、机电设备协同施工，促进整体厨卫、轻质隔墙等材料、产品和设备管线等标准化、集成化、模块化应用。

资料来源：各地政府官网，平安证券研究所

■ 家装产业万亿市场空间，静待龙头脱颖而出

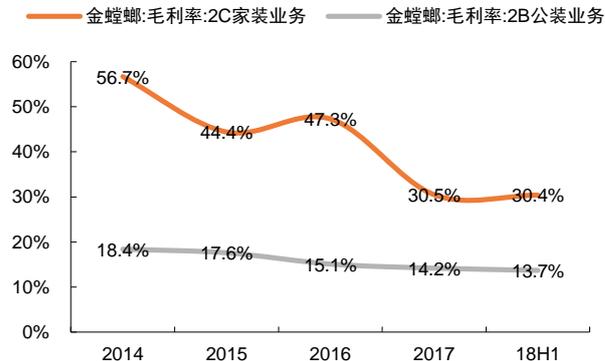
2018年2C端装饰装修产值达1.15万亿元，同比增长6.5%，其中：住宅毛坯房装修市场产值5500亿元，同比持平，住宅改造装修产值6000亿元，同比增长13.2%。由于我国2C端家装市场门槛低，且不存在资质要求，市场竞争十分无序，近年来，以金螳螂为首的传统公装龙头企业纷纷进入家装市场，凭借在公装业务积累的品牌、供应链、施工管控等方面的优势，开始整合家装市场。伴随各大上市公司的家装门店持续扩张、经营不断成熟，未来有望诞生出家装行业龙头。

图表84 2017年住宅装饰总产值构成情况



资料来源：奥维云网，平安证券研究所

图表85 金螳螂家装业务毛利率显著高于公装业务



资料来源：奥维云网，平安证券研究所

图表86 金螳螂·家 门店已达 172 家



资料来源：公司官网，平安证券研究所

■ 投资建议

建议关注积极打造“公装+家装”双主业模式，家装门店布局领先的公装龙头**金螳螂**。

四、前周期建材：水泥景气高企难掩明年隐忧，防水/减水剂盈利水平将回升

4.1 水泥：景气高企难掩明年隐忧，关注协同限产执行进展

■ 规上企业产量同比小幅增长，库存持续下行

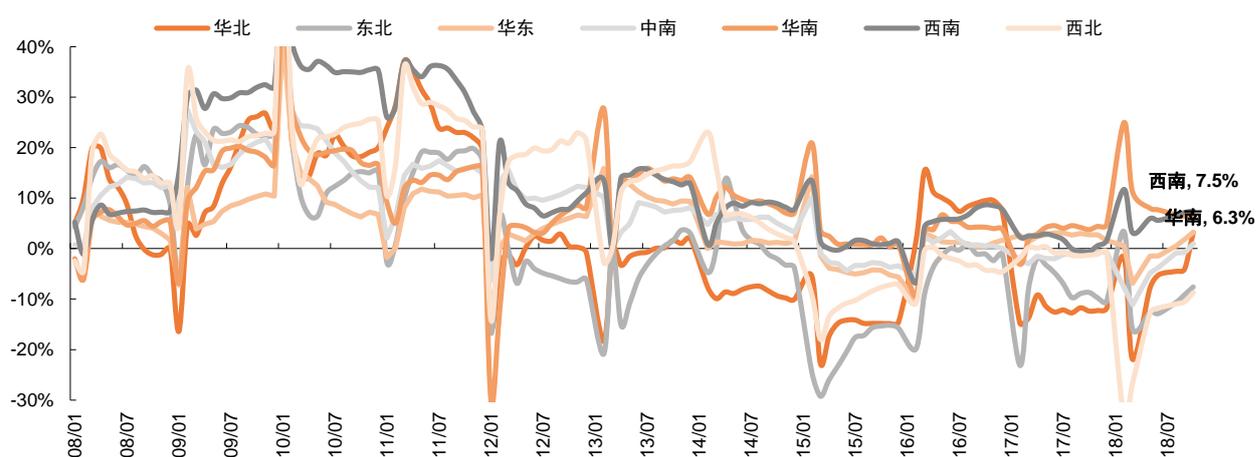
根据国家统计局数据，2018年前10月我国规上水泥企业完成产量17.95亿吨，同比增长2.6%，其中10月份单月产量2.20亿吨，同比增长13.1%，增速环比9月份提高8.1pct。分区域看，前10月产量增速分别为：西南(+7.5%)、华南(+6.3%)、华北(+3.2%)、华东(+3.2%)、中南(+1.0%)、东北(-7.6%)、西北(-8.7%)。

图表87 2018年前10月水泥产量同比增长2.6%，10月当月同比增长13.1%



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表88 分地区产量增长情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

库存方面，由于 2018 年水泥协同限产执行较好，全国库存持续下行，截止 2018 年 11 月底，全国库容比仅为 46%，处于历史低位，其中各地区库容比分别为：华北(47%)、华东(41%)、中南(47%)、华南(49%)、西南(47%)、西北(56%) 和东北(51%)。

图表89 全国库容比情况



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

图表90 华北地区库容比情况



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

图表91 华东地区库容比情况



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

图表92 中南地区库容比情况



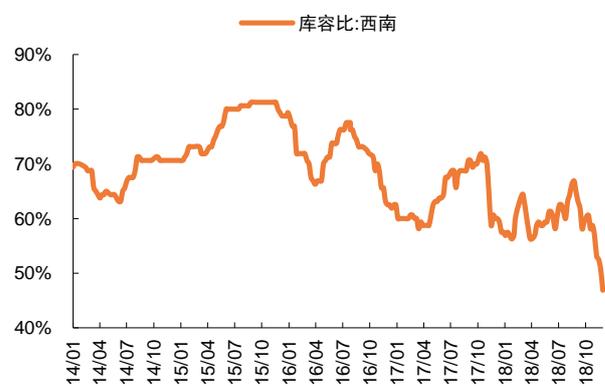
资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

图表93 华南地区库容比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表94 西南地区库容比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表95 西北地区库容比情况



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

图表96 东北地区库容比情况



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

■ 水泥价格创历史新高，关注协同限产执行进展

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产（非采暖限产季）的落实执行，水泥价格持续震荡上行，截止 2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处历史高位。其中，各区域水泥价格分别为华东（550 元/吨，YoY+18%）、中南（533 元/吨，YoY+16%）、华南（475 元/吨，YoY+27%）、西南（463 元/吨，YoY+18%）、华北（419 元/吨，YoY+16%）、东北（390 元/吨）、西北（357 元/吨，YoY+10%），区域市场延续分化。

展望 2019 年，随着国内经济下行压力增大，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业必将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润，行业协同限产的落实将面临新的挑战。

我们认为，水泥行业协同限产需具备以下条件：1）CR3/CR5 超过 50%；2）小企业（单线企业）数量少，且产能占比小于 20%，对市场价格扰动较小；3）水泥需求稳定，若需求大幅下滑，协同限产有价无量，企业产能利用率低，协同容易破裂；4）跨区域之间水泥差价合理，价差太大易导致外部水泥流入；5）区域内没有大量新增产能。综合以上，我们认为华中、中南（湖北、两广）地区市场竞争格局较好，水泥需求保持稳定，协同限产基础最好，陕西、甘肃、河北次之。

投资标的上，我们建议首选地处华中、华南的水泥企业，推荐**华新水泥**（湖北水泥龙头）。

图表97 2018 年与 2017 年冬季错峰生产计划对比

区域	省份	2017-2018 冬季错峰		2018-2019 冬季错峰	
		错峰计划	错峰时间	错峰计划	错峰时间
华北	北京	2017/11/15~2018/03/15	4 个月	2018/11/15~2019/3/15	4 个月
	天津	2017/11/15~2018/03/15	4 个月	2018/11/15~2019/3/15	4 个月，差异化错峰
	河北	2017/11/15~2018/03/15	4 个月	2018/11/15~2019/3/15	4 个月
	山西	2017/11/15~2018/03/15	4 个月	2018/11/15~2019/3/15	4 个月
	内蒙古	2017/11/15~2018/03/15	4 个月	2018/11/15~2019/4/15	5 个月
东北	辽宁	2017/11/01~2018/04/30	6 个月	2018/11/1~2019/3/31 (大连 2018/11/5-2019/4/5)	4 个月，全部生产线
	吉林	2017/11/01~2018/04/30	6 个月	2018/11/1~2019/3/31 (可延续至 2019/4/3)	5 个月，全部生产线

区域	省份	2017-2018 冬季错峰		2018-2019 冬季错峰	
		错峰计划	错峰时间	错峰计划	错峰时间
					(供暖, 协同处置除外)
	黑龙江	2017/11/01~2018/04/30	6 个月	2018/10/20~2019/4/20	6 个月, 全部生产线
华东	安徽	-	-	2018/11/1~2019/2/28	3 个月, 差别化错峰
	江苏	-	-	2018/11/1~2019/3/10	90 天, 差别化错峰
	山东	2017/11/15-2018/03/15	4 个月	2018/11/15~2019/3/15	不少于 2 月, 差异化错峰
华中	河南	2017/11/15-2018/03/15	4 个月	2018/11/15~2019/3/15	4 个月, 差别化错峰
西北	陕西	2017/12/01~2018/03/10	110 天	2018/11/15~2019/3/15	4 个月, 全部生产线
	甘肃	2017/11/01-2018/03/15		2018/11/1~2019/3/10	90 天, 差别化错峰
	新疆	和田: 2018/12/1~2019/3/1; 喀什、克州: 2018/11/16~2019/3/16; 阿克苏、巴州: 2017/11/1~2018/4/1; 乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子: 2018/11/1~2019/5/16; 其它地州: 2017/11/1~2018/4/16;	3 个月~7 个月	和田: 2018/12/1~2019/3/1、 2019/4/1~2019/5/1; 喀什、克州: 2018/11/1~2019/3/1、 2019/4/1~2019/5/1; 阿克苏、巴州: 2018/11/1~2019/4/1、 2019/5/1~2019/6/1; 其他地州: 2018/11/1~2019/5/1、 2019/6/1~2019/7/1。	4 个月~7 个月
	青海	2017/12/01~2018/04/30	5 个月	2018/12/6~2019/4/5	4 个月
	宁夏	2017/12/10-2018/03/20	100 天	2018/12/1~2019/3/20	3 个月

资料来源: 数字水泥网, 各省区环保厅, 平安证券研究所

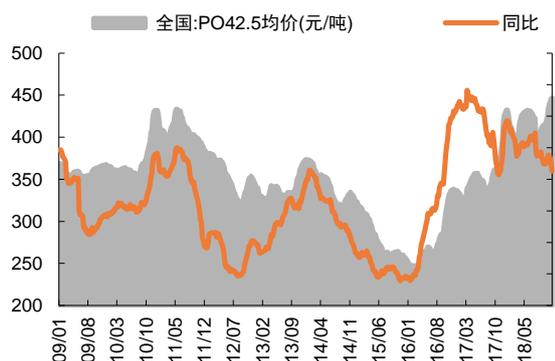
图表98 2018 年非采暖季限产情况 (行业自律)

省市	发布部门	错峰时间	错峰限产内容
河北省唐山市	唐山市人民政府	2018/3/16-2018/11	水泥窑限产 30%(按设计产能计算), 水泥粉磨站限产 30%(每月生产天数≤20 天)
河北省邯郸市	河北省人民政府	2018/4/1~2018/11/15	2018/4/1~2018/11/15, 水泥行业限产 20%左右
华北 内蒙古	40 余家水泥企业集体会议	2018/5/15~2018/5/31; 后续计划每月停 15 天。	2018 年非采暖季错峰生产第一阶段错峰停窑自 2018 年 5 月 15 日开始停至 2018 年 5 月底, 共计 15 天。后续计划每月停 15 天。
山西	山西省经信委、山西省环保厅	2018/7/5~2018/7/24, 停产地区: 太原市、大同市、阳泉市、长治市; 2018/7/15~2018/8/3, 停产地区: 晋城市、朔州市、晋中市、运城市; 2018/7/25~2018/8/13, 停产地区: 忻州市、吕梁市、临汾市。	全省境内所有水泥熟料生产线(含特种水泥、不含粉磨站)。自 2018 年 7 月起错峰停产 20 天。
山东	山东省水泥协会	2018/6/1~2018/6/20; 2018/8/17~2018/9/5	全省水泥熟料生产企业错峰停窑。
华东 江西	江西省水泥协会	-	2018 年所有熟料生产线错峰生产 55 天, 其中春节期间(2-3 月份)不少于 35 天, 夏季酷暑不少于 10 天, 环境敏感期不少于 10 天。
江苏	江苏省经信委、江苏省环保厅	2018 年江苏省一季度停产 45 天, 梅雨和高温期间停产 30 天。	2017 年、2018 年, 原则上省内所有水泥熟料生产线每年错峰生产安排在春节和高温、梅雨季节。春节错峰生产(停产)45 天; 省

省市	发布部门	错峰时间	错峰限产内容
			内所有熟料生产线每年除夕前15天至春节后30天。
福建	福建省建筑材料工业协会	-	从春节前至2018/8/30, 分2个阶段, 43台窑每台窑停60天。
河南省	河南省环境污染防治攻坚战领导小组办公室	停产计划: 2018/6/1~2018/6/30; 2018/9/1~2018/9/30。	水泥行业(含特种水泥, 不含粉磨站、粉磨工序和承担协同处置城市垃圾的生产线)实施全年错峰生产
华中	湖北省 湖北省经信委	非采暖季期间(2018/3~2018/10), 全省水泥生产线平均停产30天以上, 56%的生产线停产15天。	根据《2018年湖北省水泥企业错峰生产计划汇总表》, 59条水泥生产线的各自停窑时间均做出明确规定, 约80%的生产线停窑需超过60天, 全年每条窑的停产时间超过70天。
东北	辽宁省 辽宁省建筑材料工业协会水泥分会	2018/6/1~2018/6/15; 2018年7、8、9每月错峰15天。	根据《关于水泥熟料生产企业延长错峰生产时间的安排意见》, 辽宁省内水泥熟料生产企业将执行新的错峰停产时间安排。
华南	广东 广东省水泥协会	2018/5/1~2018/7/31, 停产10天; 2018/8/1~2018/9/30, 停产10天	2018年广东省内所有水泥熟料生产线停窑40天。

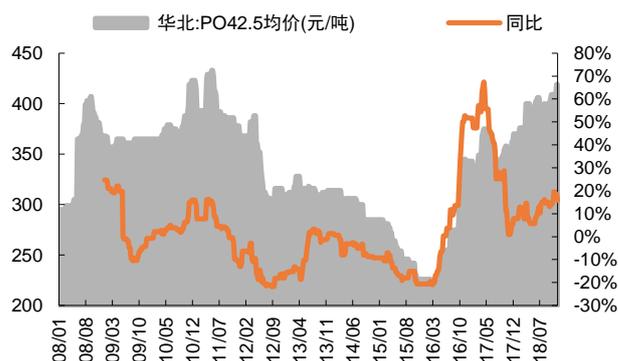
资料来源: 数字水泥网, 平安证券研究所

图表99 全国 PO42.5 水泥价格走势



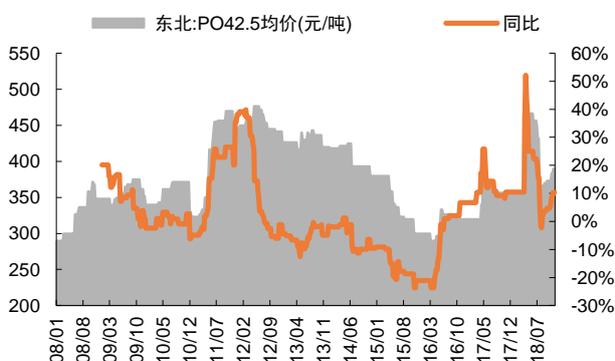
资料来源: 数字水泥网, 平安证券研究所

图表100 华北地区 PO42.5 水泥价格走势



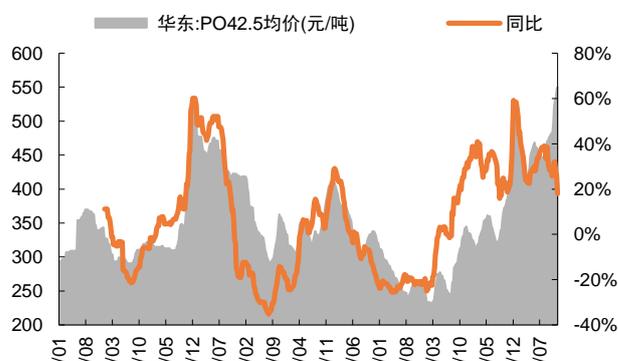
资料来源: 数字水泥网, 平安证券研究所

图表101 东北地区 PO42.5 水泥价格走势



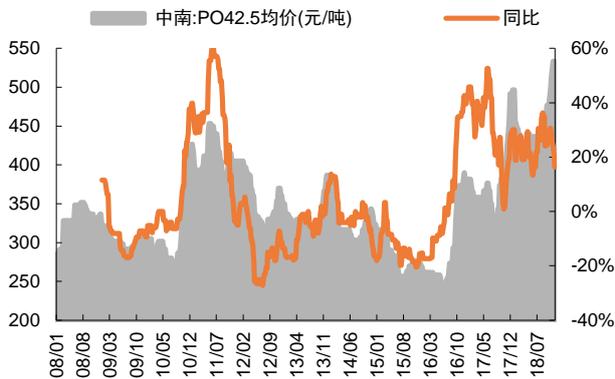
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表102 华东地区 PO42.5 水泥价格走势



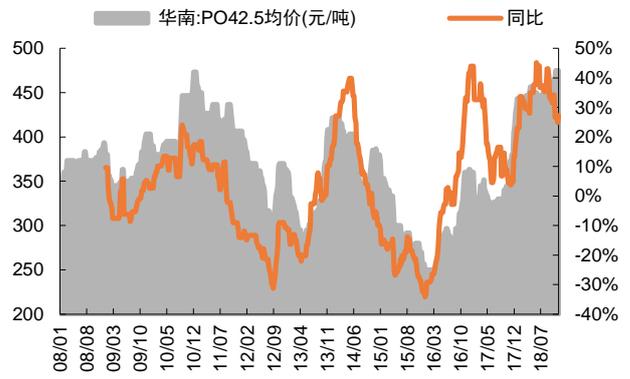
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图103 中南地区 PO42.5 水泥价格走势



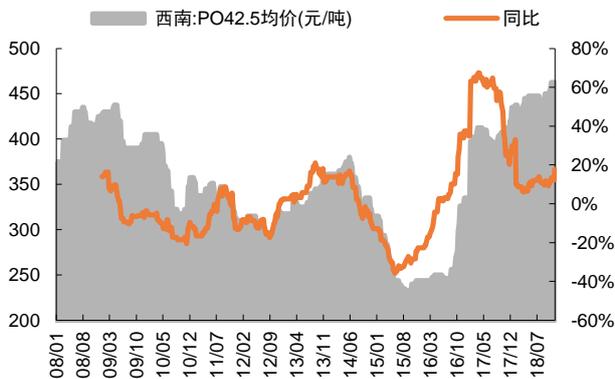
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图104 华南地区 PO42.5 水泥价格走势



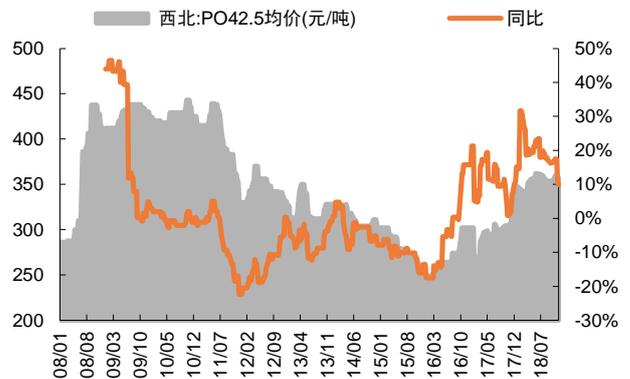
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图105 西南地区 PO42.5 水泥价格走势



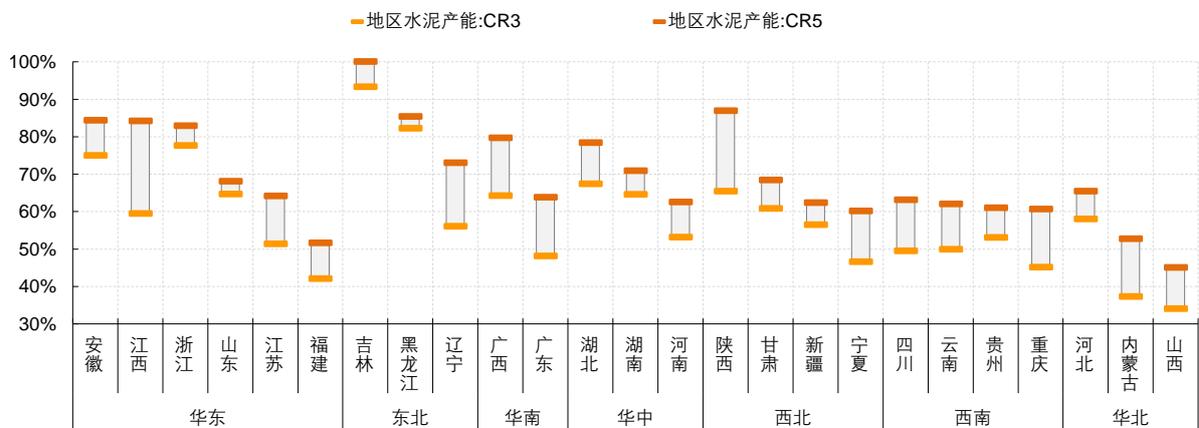
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图106 西北地区 PO42.5 水泥价格走势



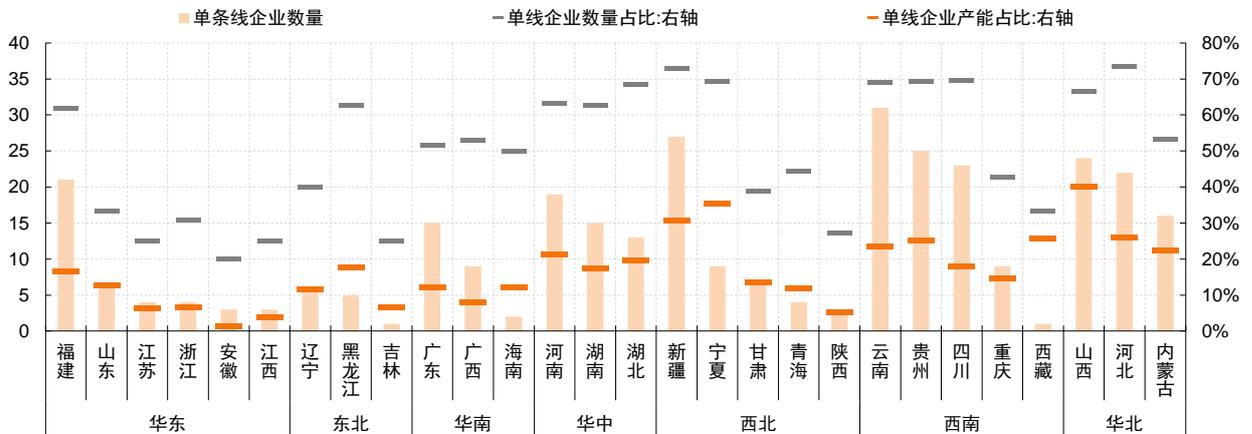
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图107 全国各省水泥熟料产能集中度对比



资料来源: 卓创水泥, 平安证券研究所

图表108 全国各省水泥行业小企业数量及熟料产能占比



资料来源: 卓创水泥, 平安证券研究所

4.2 防水材料&减水剂: 龙头积极扩张提升市场份额, 油价回落将提升盈利能力

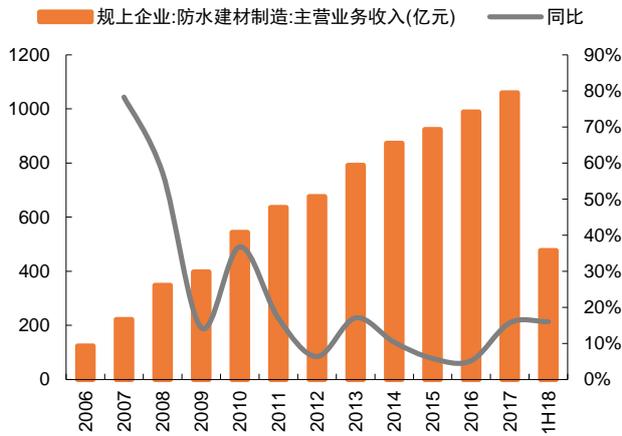
防水材料与混凝土减水剂是工程建设过程中广泛使用的重要功能性材料, 虽然防水材料/混凝土减水剂费用占项目总投资比重较低, 但是对土木工程结构的安全性能与使用性能有着重大影响。从行业特征看, 防水材料行业与减水剂行业都存在市场格局分散, 产品服务存在区域性, 厂商对下游采购方议价能力较弱, 受环保政策收紧影响较大, 原材料占成本比重较高, 原料价格受油价影响显著等特点。

因此, 2017 年以来, 在国内环保政策趋紧的大背景下, 防水材料、减水剂行业中小企业逐步退出, 龙头企业把握机遇积极扩张, 带动业绩持续高增长, 市占率将不断提升。2018Q4 以来, 伴随油价持续下跌, 防水材料/减水剂原材料成本将有所降低, 将有助于上市公司盈利水平提升。

■ 防水材料: 龙头扩产释放业绩增长空间, 成本下行释放盈利弹性, 推荐东方雨虹

我国建筑防水材料市场自 2014 年以后步入稳健增长阶段, 规模以上防水企业 2017 年主营收入达 1059 亿元, 同比增长 15.7%, 2018 年上半年为 477 亿元, 同比增长 16.0%; 规模以上企业 2017 年实现沥青卷材产量 11.36 亿平方米, 同比增长 25.9%, 2018 年上半年实现沥青卷材产量 5.01 亿平方米, 同比增长 16.3%。

图表109 防水材料制造行业主营收入持续高增长



资料来源：中国建筑防水协会，平安证券研究所

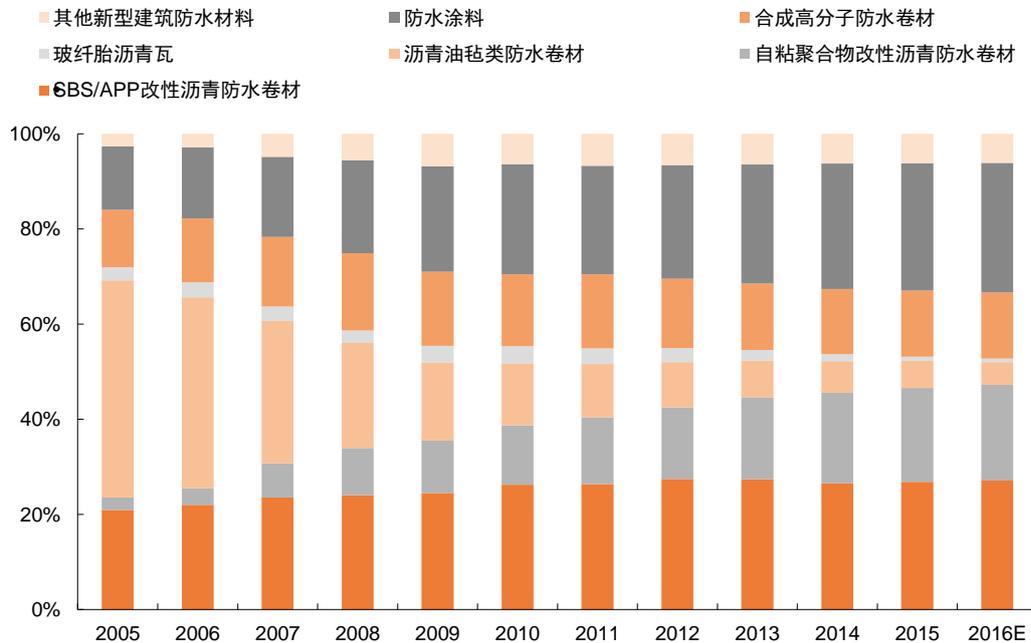
图表110 历年沥青防水卷材产量变化图



资料来源：中国建筑防水协会，平安证券研究所

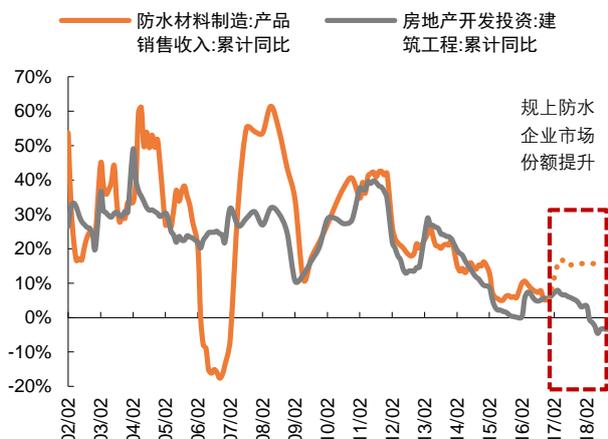
从历史数据看，防水建材行业企业营收增速与房地产开发中的建筑工程投资增速高度相关。2017年以来，由于国内环保政策收紧加速了低端防水建材企业退出，加上新型改性沥青防水材料、TPO防水卷材等高分子防水材料等新型防水卷材市场占有率不断提高，国内规模以上防水建材企业营业收入保持较快增长，市场份额持续提升。其中，以东方雨虹为代表的行业龙头凭借自身技术水平优势与资金实力积极扩大产能布局，发力推进全国化运营，将进一步加深公司护城河。

图表111 历年防水材料产品构成情况



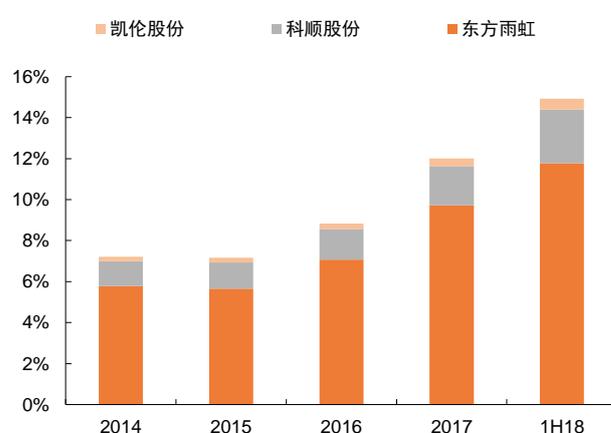
资料来源：中国建筑防水协会，平安证券研究所

图表112 防水产品销售收入与地产建工投资相关性较高



资料来源: CEIC, 中国建筑防水协会, 平安证券研究所

图表113 上市防水企业占规上企业营收比重持续提升



资料来源: Wind, 中国建筑防水协会, 平安证券研究所

图表114 防水行业固定资产投资增速有所下行



资料来源: 中国建筑防水协会, 平安证券研究所

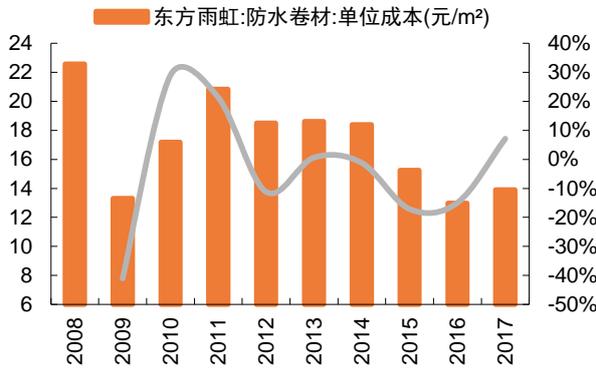
图表115 东方雨虹生产资本性支出增速高于行业



资料来源: CEIC, 中国建筑防水协会, 平安证券研究所

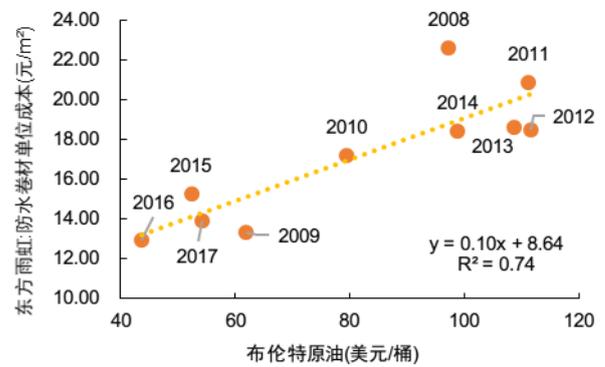
由于目前我国防水卷材仍以沥青防水卷材为主,因而防水卷材成本受原油价格影响显著。2018年4季度以来,国际原油价格快速下滑,截至2018年12月7日,布伦特原油与WTI原油价格分别回落至61.0美元/桶与52.6元/桶,较年中高点下滑超过20%。伴随原油价格下行,国内防水材料厂商利润率有望明显提升,释放公司盈利弹性。**投资建议:推荐东方雨虹。**

图表116 东方雨虹防水卷材单位成本走势



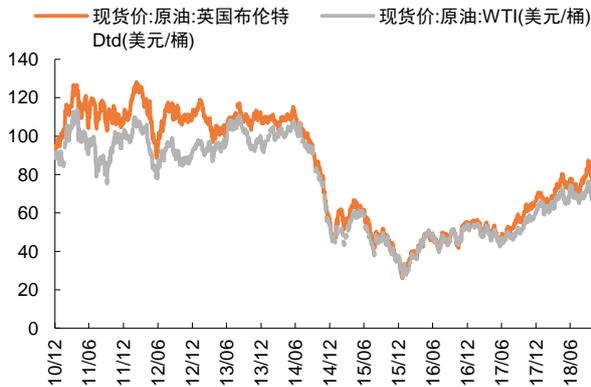
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表117 东方雨虹防水卷材成本与布伦特原油显著相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表118 国际原油价格持续走低



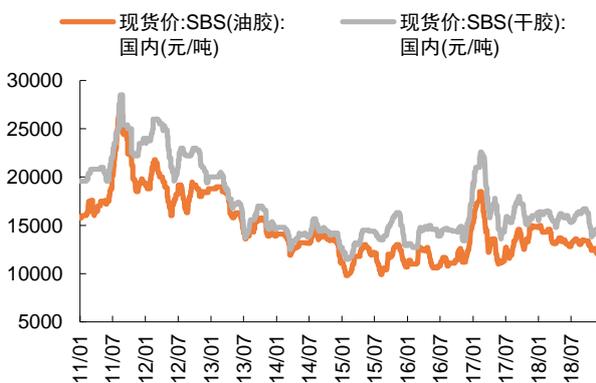
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表119 国内沥青价格触顶回落



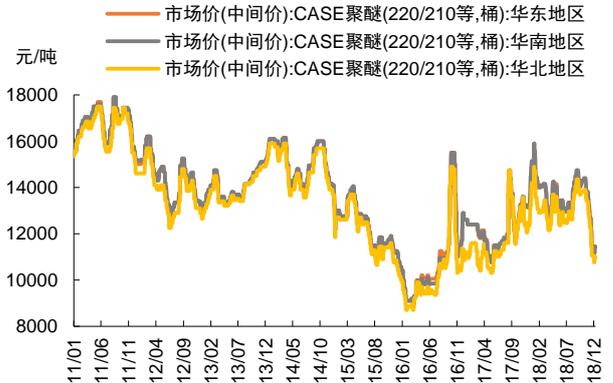
资料来源: Wind, 中国建筑防水协会, 平安证券研究所

图表120 国内SBS现货价格持续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表121 2018Q4 聚醚价格快速回落



资料来源: Wind, 中国建筑防水协会, 平安证券研究所

■ 减水剂：龙头跨区域扩张提升市场份额，油价下跌推升企业盈利水平

根据中国混凝土网数据，2014年以来我国减水剂消费量维持在800万吨左右，其中：2017年我国聚羧酸减水剂产量预计达634万吨，同比+7%，保持稳定增长。从产品结构看，2017年我国聚羧酸减水剂产量占合成混凝土减水剂产量比重提升至78%，聚羧酸减水剂占减水剂行业头部企业的营收比重均超过70%，聚羧酸减水剂已成为我国减水剂行业最主要的产品。

目前，我国聚羧酸减水剂领域集中度仍较低，2017年CR3、CR5、CR10分别为9.1%、11.5%、16.3%。2017年以来，伴随国内环保趋紧（化工企业“退城入园”）与原材料涨价的双重夹击，减水剂小企业逐步退出释放市场空间，以建研集团、苏博特为首的行业龙头凭借自己的技术优势与资金实力积极扩张，未来行业集中度有望逐步提升。

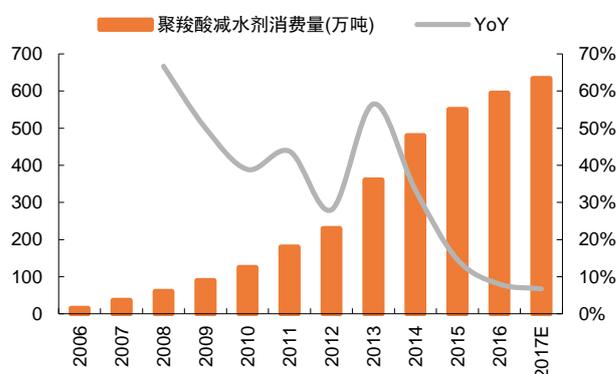
投资标的上，推荐持续推进“跨区域、跨领域”发展，业绩稳健增长的减水剂龙头**建研集团**。

图表122 全国减水剂消费量维持高位



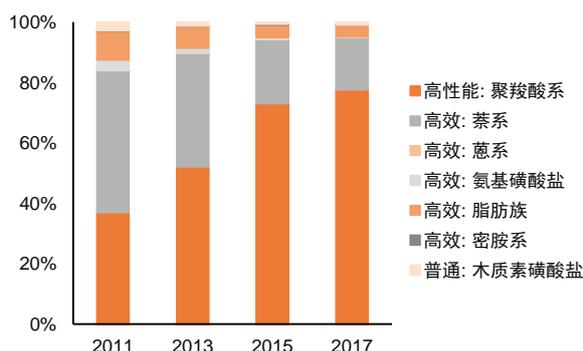
资料来源：中国混凝土网，平安证券研究所

图表123 聚羧酸减水剂消费量保持稳定增长



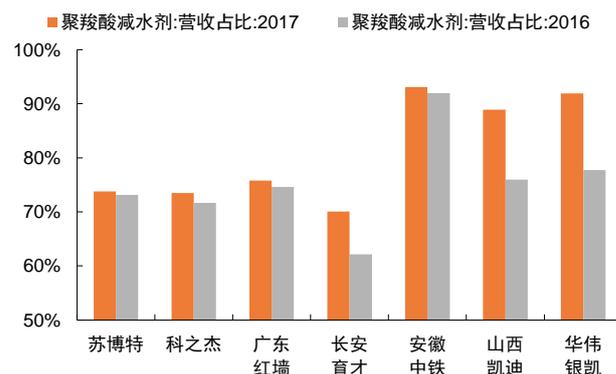
资料来源：中国混凝土网，平安证券研究所

图表124 混凝土减水剂历年产量构成情况



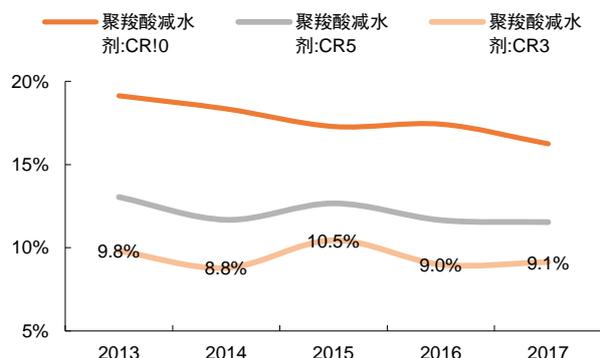
资料来源：中国混凝土网，平安证券研究所

图表125 聚羧酸减水剂成为龙头企业主要产品



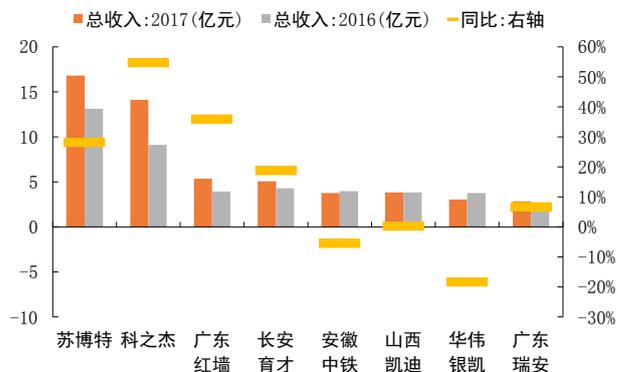
资料来源：中国混凝土网，平安证券研究所

图表126 聚羧酸减水剂行业集中度情况



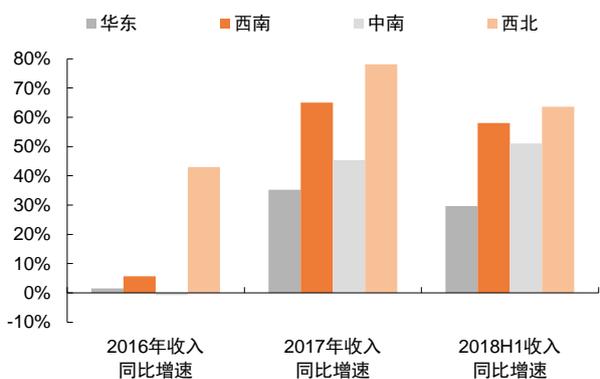
资料来源: 中国混凝土网, 平安证券研究所

图表127 2017年龙头营收增速领先行业



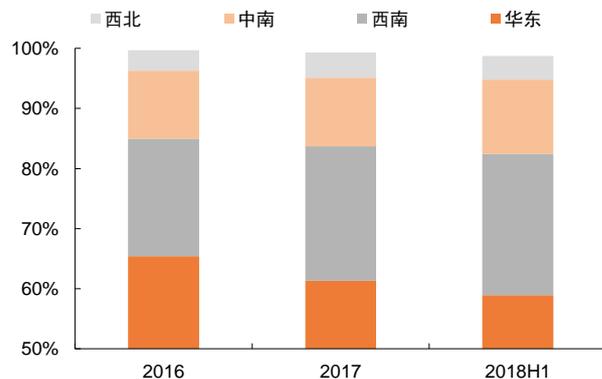
资料来源: 中国混凝土网, 平安证券研究所

图表128 建研集团其他区域收入增速显著高于华东地区



资料来源: 中国混凝土网, 平安证券研究所

图表129 建研集团分区域收入占比情况



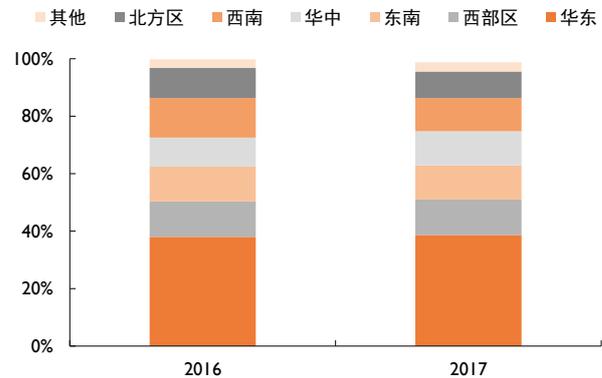
资料来源: 中国混凝土网, 平安证券研究所

图表130 2017年苏博特西部区/华中收入增速较高



资料来源: 中国混凝土网, 平安证券研究所

图表131 苏博特分区域收入占比情况

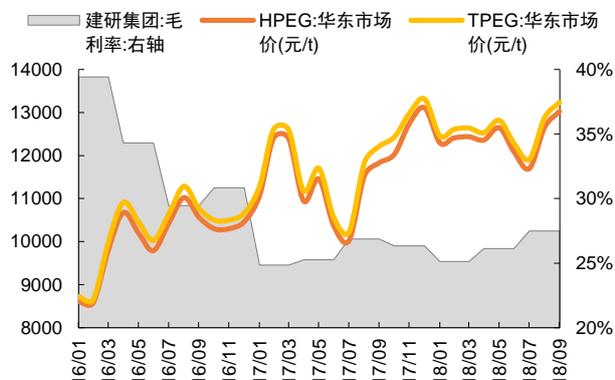


资料来源: 中国混凝土网, 平安证券研究所

由于聚醚单体 (MPEG、APEG、TPEG、HPEG) 是聚羧酸减水剂生产的重要原料, 约占聚羧酸减水剂生产成本的 70%左右, 因而聚醚单体采购价格对于聚羧酸减水剂产品盈利水平十分显著。聚醚

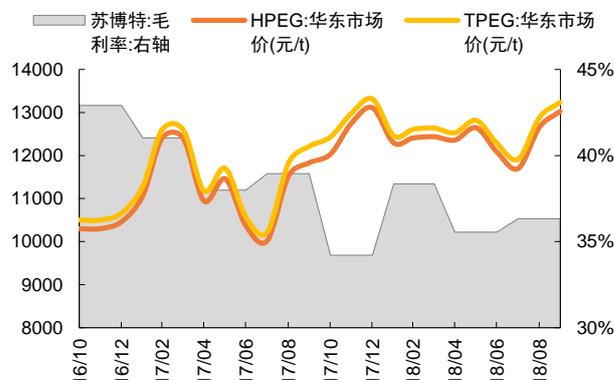
单体的主要生产原料是环氧乙烷，受原油价格影响显著。随着 2018Q4 以来原油价格快速下跌，环氧乙烷价格持续走低，将有利于降低聚羧酸减水剂生产成本，助推聚羧酸减水剂产品盈利水平提升。

图表132 建研集团毛利率受聚醚单体价格影响显著



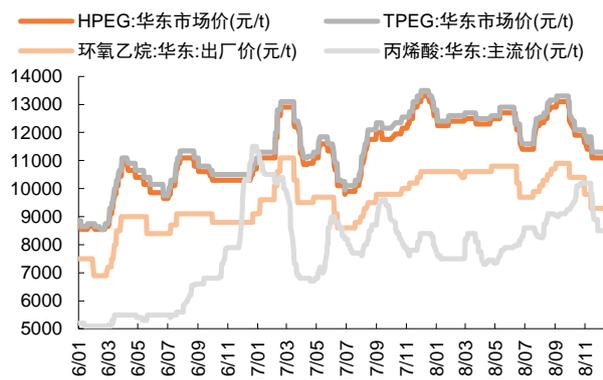
资料来源：同花顺金融，平安证券研究所

图表133 苏博特毛利率受聚醚单体影响显著



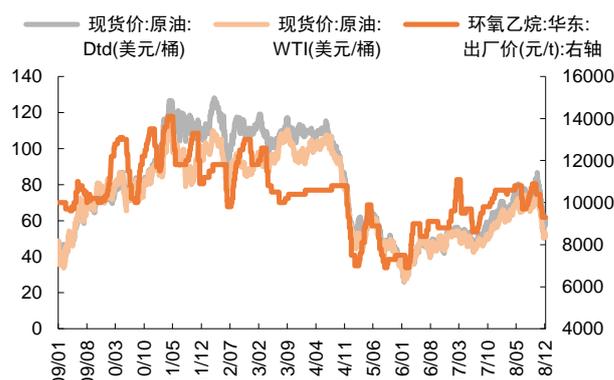
资料来源：同花顺金融，平安证券研究所

图表134 聚醚单体价格受环氧乙烷影响显著



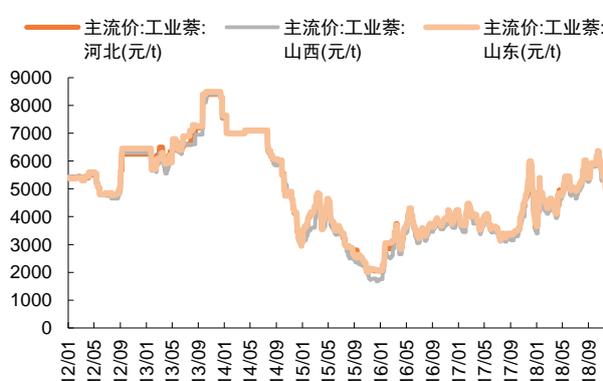
资料来源：同花顺金融，平安证券研究所

图表135 环氧乙烷价格与国际原油价格走势



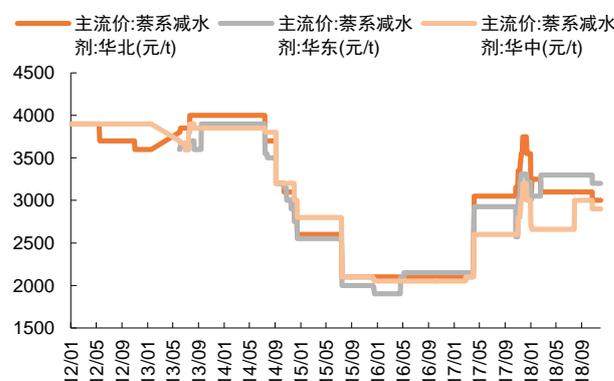
资料来源：同花顺金融，平安证券研究所

图表136 工业萘价格快速下行



资料来源：同花顺金融，平安证券研究所

图表137 萘系减水剂价格走势



资料来源：同花顺金融，平安证券研究所

五、后周期建材：地产竣工复苏有望提振需求，静待 19 年拐点到来

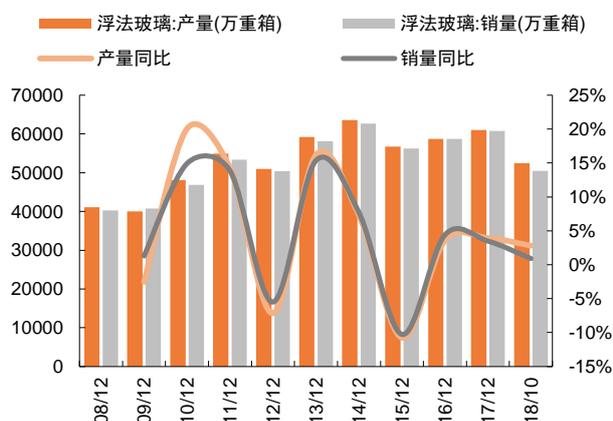
5.1 玻璃：19 年需求有望改善，供给侧改革趋缓限制价格上行

■ 18 年在产产能小幅增长，玻璃价格高位震荡

2018 年 1-10 月，全国浮法玻璃产量 52444 万重箱，同比增长 2.8%，销量 50445 万重箱，同比增长 0.9%。2018 年以来，玻璃生产线库存高位震荡，截止 12 月 7 日，浮法玻璃生产线库存为 3145 万重箱，同比增长 1.5%，较 10 月底下降 2.9%。

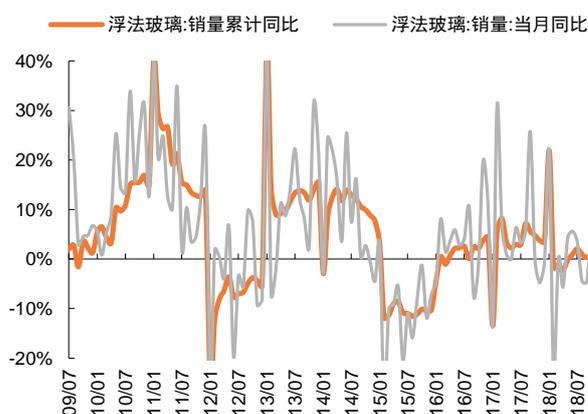
受行业高盈利驱动以及供给侧改革政策执行边际放松影响，2018 年玻璃在产产能持续提升，截止 12 月初达到 9.40 亿重箱/日，同比增长 4.72%，产能利用率维持在 70%左右。在行业供给增加与下游需求承压的双重挤压下，2018 年下半年以来玻璃价格震荡下行，截止 12 月 7 日，全国主要城市浮法玻璃现货平均价为 78.57 元/重箱，较年中高点（82.47 元/重箱）下滑了 4.7%。

图表138 浮法玻璃产销量增长情况



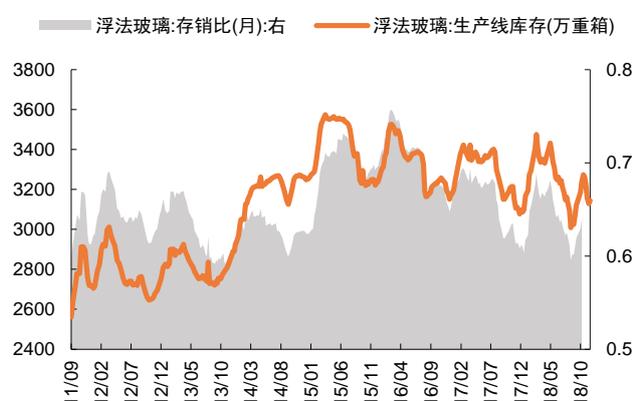
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表139 浮法玻璃销量同比增长走势图



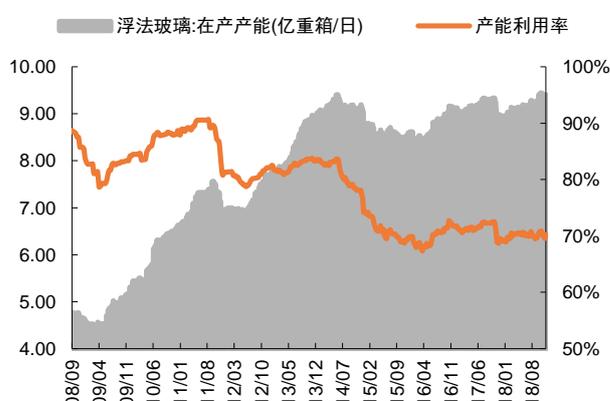
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表140 浮法玻璃生产线库存情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表141 浮法玻璃产能利用率走势



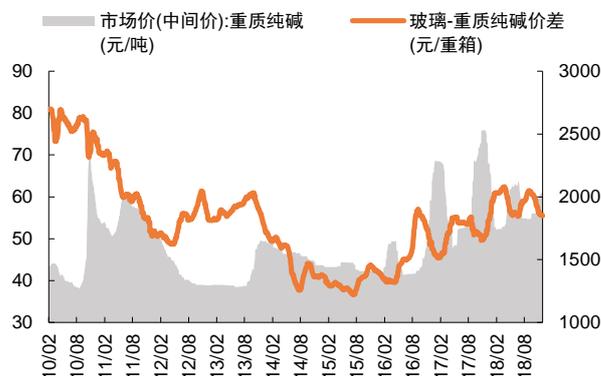
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表142 浮法玻璃价格高位震荡



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表143 玻璃-纯碱价差走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表144 2018年全国各区域玻璃产能变化情况

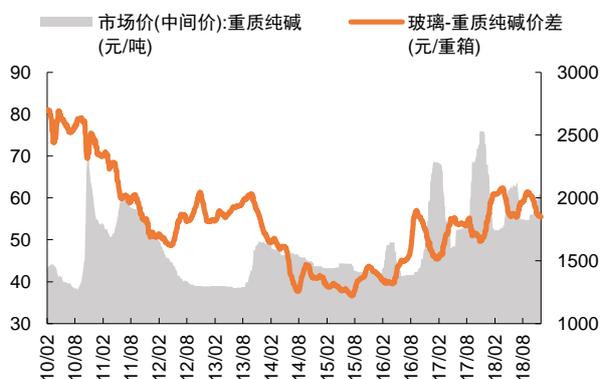
大区	点火产能 (吨/日)	冷修产能 (吨/日)	2018年产能变化 (吨/日)	2017年年底产能 (吨/日)	较17年产能变化幅度
华北	3410	4650	-1240	40600	-3.1%
华东	2800	3650	-850	32100	-2.6%
华中	4930	0	4930	21850	22.6%
华南	2500	2100	400	25500	1.6%
西南	1050	0	1050	14820	7.1%
西北	0	350	-350	8100	-4.3%
东北	1200	0	1200	11050	10.9%

资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

■ 19年需求有望改善, 环保边际放松限制价格上行

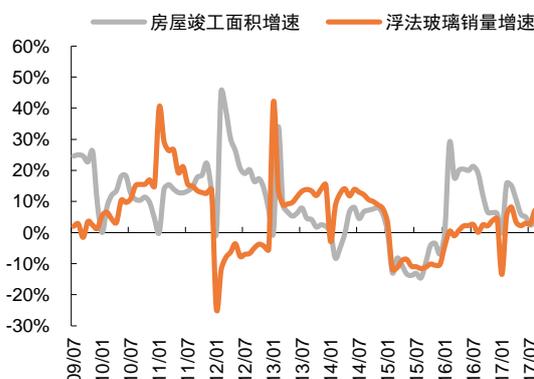
浮法玻璃作为典型的房地产产业链后周期建材, 受房屋竣工面积增速影响显著。据前文分析, 2019年国内房屋竣工面积增速有望回暖, 带动玻璃行业需求改善。然而, 在国内宏观经济下行压力较大的背景下, 玻璃行业供给侧改革与环保去产能政策执行边际放松, 行业产能过剩局面仍将维持, 限制玻璃价格上行。在涨价受限与上游纯碱成本上涨的双重挤压下, 浮法玻璃单位盈利难以持续提升。

图表145 玻璃-纯碱价差走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表146 浮法玻璃销量增速与房屋竣工面积增速对比



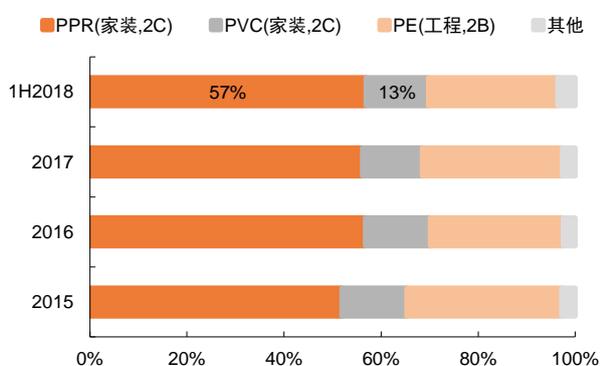
资料来源: Wind, 平安证券研究所

5.2 管材：消费建材龙头不惧周期波动，推荐伟星新材

伟星新材作为国内 PPR 管龙头，通过打造扁平化的零售渠道，有效地减少了销售的中间环节，强化了自身的渠道控制力和成本控制力，带动公司盈利能力持续提升。从公司产品结构上看，截止 2018 年上半年，公司零售端家装建材收入占公司营收比重已经达到 70%。由于目前我国仍处于城市化进程之中，目前住宅供应仍以“一手房”为主，因而伟星新材的累计收入增速与住宅竣工面积累计增速呈现出较高的相关性。我们认为，伴随 2019 年住宅竣工面积增速回暖，伟星新材营业收入增速有望回升。

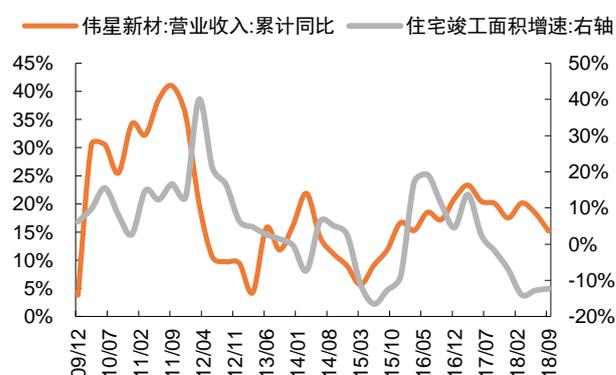
此外，由于公司塑料管道原材料主要为 PP、PE 和 HDPE 树脂原材料，属于石油化工产业链的下游产品，且原材料占公司管道产品成本比重超过 65%，因而国际原油价格对公司成本影响显著。2018Q4 以来，伴随国际原油价格的迅速回调，2019 年公司盈利水平同比将有所改善，增强公司业绩弹性，推荐伟星新材。

图表147 伟星新材分产品收入比重情况



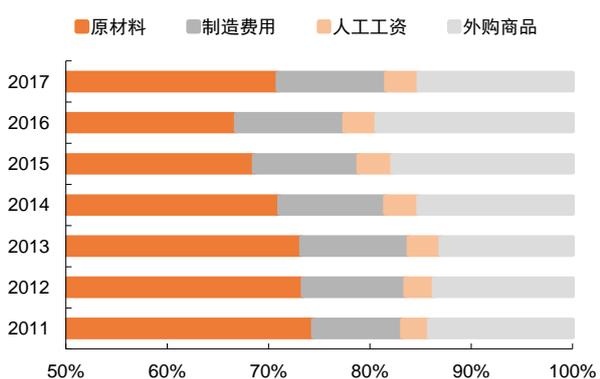
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表148 伟星新材营收增速与住宅竣工面积增速对比



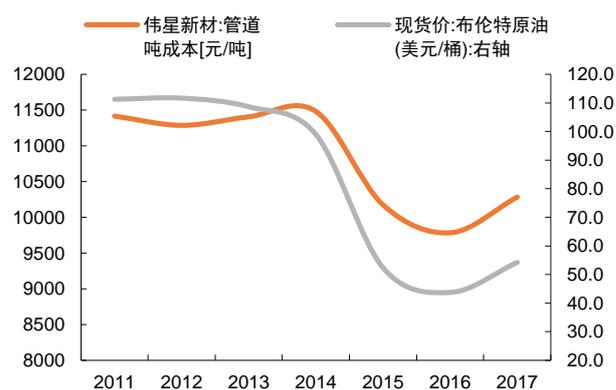
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表149 2017 年原材料占公司营业成本比重达 71%



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表150 公司管道吨成本受原油价格影响显著



资料来源：Wind，平安证券研究所

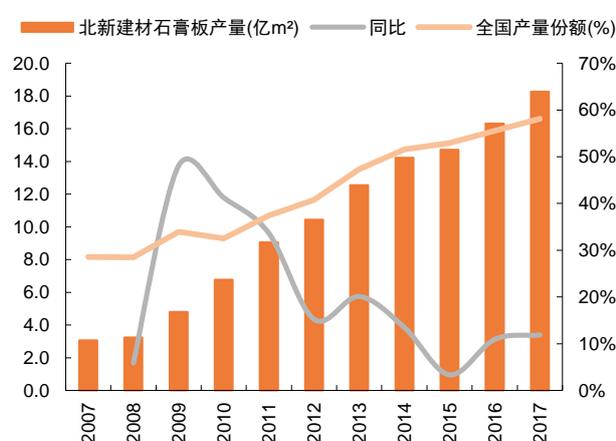
5.3 石膏板：寡头格局已然形成，北新建材定价权日趋稳固

■ 行业寡头格局已然形成，北新建材定价权日趋稳固

过去 10 年来，北新建材凭借自身技术实力与资金实力推广石膏板业务快速发展，公司石膏板产量从 2007 年的 3.06 亿 m² 上升至 2017 年的 18.26 亿 m²，期间复合增速达到 19.56%。截止 2017 年底，公司石膏板产量占全行业总产量比重 58%（同比+2pct），公司作为行业唯一寡头的局面已然形成。

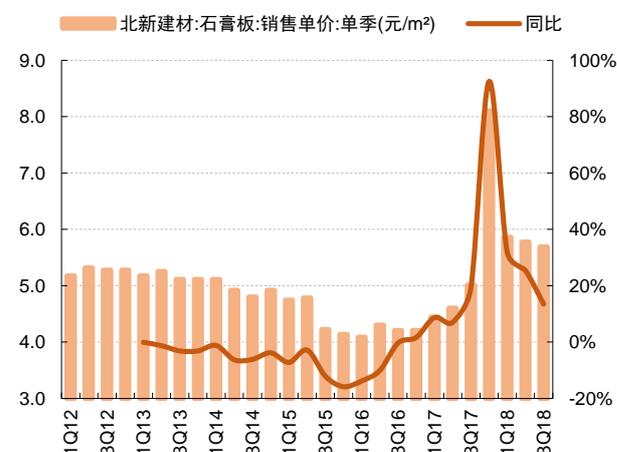
2017 年，在环保政策趋严与上游原材料成本上涨的推动下，北新建材启动提价，实现盈利高速增长。2018 年以来，在环保政策边际放松的情况下，公司加强了对小产能较多的山东地区的市场整合，进一步提高了公司市场把控力，公司 1Q18-3Q18 单季销售均价 5.86/5.77/5.69 元/m²，维持在历史高位。

图表151 17年北新建材石膏板产量占全国比重达58%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表152 北新建材自2017年开始提价



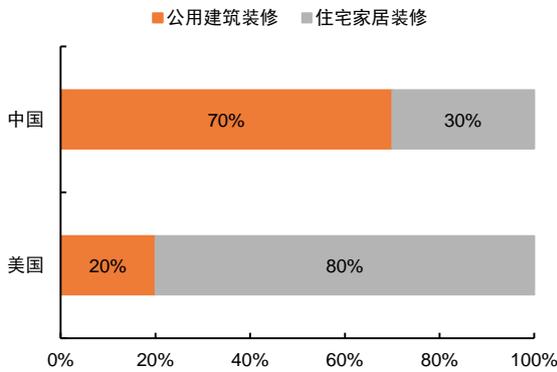
资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 办公楼竣工走弱抑制石膏板需求，静待住宅领域开启二次行业成长

目前，我国纸面石膏板下游需求仍以公共建筑装饰（办公楼）为主，占比达 70%，与以美国为代表的发达国家消费结构有着较大差异。2016~2017 年，由于国内办公楼迎来竣工小高峰，带动国内石膏板产品维持较快增长。进入 2018 年，受国内办公楼竣工面积增速持续走弱影响，石膏板需求端有所承压。

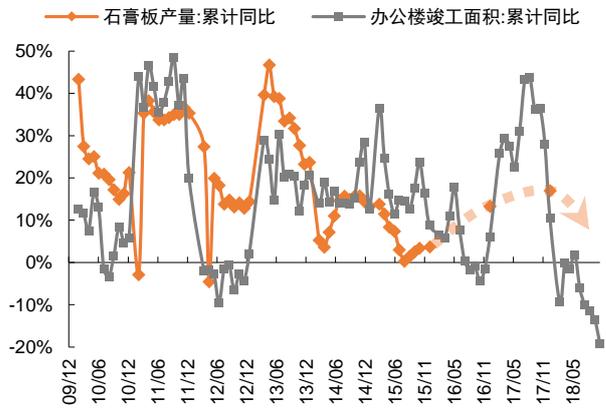
纸面石膏板在住宅领域的应用主要在吊顶建设，在全屋中的使用比例仍处较低水平。2017 年以来，随着国家大力推广新型绿色墙材与装配式建筑的应用，轻钢龙骨石膏板墙作为装配化施工的绿色墙材有望在住宅领域加速推广，开启石膏板行业新的成长空间，推荐北新建材。

图表153 我国石膏板建筑下游仍以公共建筑装修为主



资料来源：公司公告，平安证券研究所

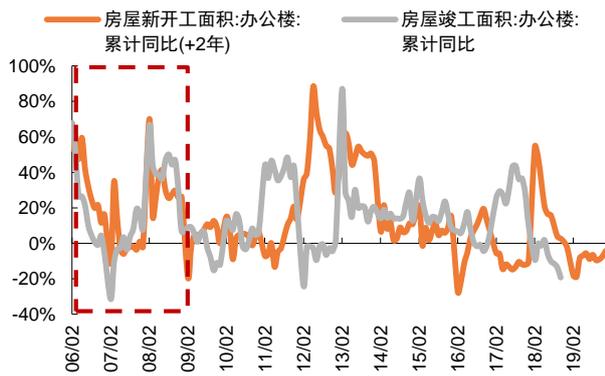
图表154 石膏板产量增速与办公楼竣工面积增速对比



备注：全行业石膏板产量为国家统计局规模以上企业口径。

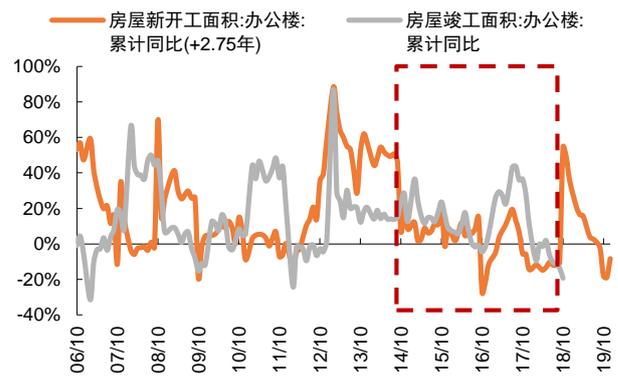
资料来源：石膏建材协会，国家统计局，平安证券研究所

图表155 办公楼新开工增速(+2年)与竣工增速对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表156 办公楼新开工增速(+2.75年)与竣工增速对比



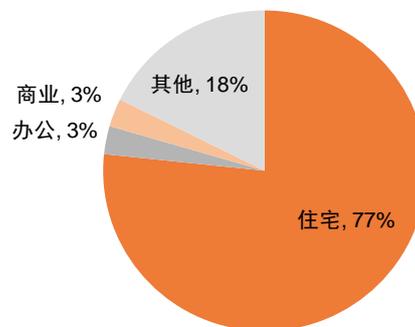
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表157 历年住宅/办公楼竣工面积情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表158 2017年竣工面积分类型占比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表159 绿色墙材推广相关政策

时间	政策名称	发布机关	相关条款
2017.03	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	住建部	完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系。积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。积极引导绿色施工。到2020年，全国城镇绿色建筑占新建建筑比例超过50%；新增绿色建筑面积20亿平方米以上；城镇新建建筑中绿色建材应用比例超过40%；城镇装配式建筑占新建建筑比例超过15%。
2017.02	《新型墙材推广应用行动方案》	国家发改委、工信部	到2020年，全国县级（含）以上城市禁止使用实心粘土砖，地级城市及其规划区（不含县城）限制使用粘土制品，副省级（含）以上城市及其规划区禁止生产和使用粘土制品，新型墙材产量在墙材总量中占比达80%，其中装配式墙板部品占比达20%；新建建筑中新型墙材应用比例达90%。
2016.03	《关于推进绿色建材发展与应用的实施方案》	中国建材联合会	积极发展低能耗装配式建筑墙体材料。以建筑工业化、住宅产业化为导向，以低碳、节能、环保材料为支撑开发低能耗装配式建筑墙体材料部品，解决钢结构、砼框架结构需要的建筑结构部品及其配套材料体系，实现叠合楼板、内外墙板、楼梯阳台、厨卫装饰等构配件工厂化生产和产业化发展。
2016.05	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅	推广新型墙材。发展本质安全、节能环保、轻质高强的墙体和屋面材料、外墙保温材料，以及结构与保温装饰一体化外墙板。推进叠合楼板、内外墙板、楼梯阳台、厨卫装饰等构配件工厂化生产。引导利用可再生资源制备新型墙体材料，支持利用农作物秸秆、竹纤维、木屑等开发生物质建材，发展生物质纤维增强的木塑、镁质建材等产品。
2015.08	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	工信部、住建部	到2018年，绿色建材在行业主营业务收入中占比提高到20%，品种质量较好满足绿色建筑需要，与2015年相比，建材工业单位增加值能耗下降8%，氮氧化物和粉尘排放总量削减8%；新建建筑中绿色建材应用比例达到30%，绿色建筑应用比例达到50%，试点示范工程应用比例达到70%，既有建筑改造应用比例提高到80%。

资料来源：中国政府网、平安证券研究所

六、投资建议

受益国家积极财政政策发力，2019年基建补短板将带动投资回暖，建筑行业景气将回升，维持建筑行业“强于大市”评级。投资标的上，建筑板块关注以下主线：1）推荐处于基建产业链前端，优先受益基建补短板的设计咨询企业**苏文科**、**中设集团**；2）建议关注受益高铁/城市轨道交通建设高景气建筑央企**中国中铁**、**中国铁建**；3）建筑关注受益PPP模式回暖，估值较低的建筑央企**中国建筑**、**中国交建**；4）建议关注有望受益2019年地产竣工回暖，积极布局家装的工装龙头**金螳螂**。

展望2019年上半年，我们预计地产投资增速将回落，前周期建材需求端将承压，水泥行业景气持续性存隐忧，下调行业至“中性”评级。投资标的方面，推荐减水剂龙头**建研集团**，推荐区域竞争格局较好的**华新水泥**，推荐消费建材龙头**伟星新材**，推荐定价权持续稳固的石膏板龙头**北新建材**。

七、风险提示

- 1、“补短板”政策执行不及预期风险：**2018年以来受金融去杠杆和地方政府隐性债务清理影响，国内基础设施投资增速持续下滑，如果未来“补短板”政策执行不及预期，将对建筑行业公司业绩回暖造成负面影响；
- 2、建筑企业应收账款风险：**由于建筑行业公司垫资建设情况较为普遍，如果未来工程项目回款速度不及预期，导致应收账款计提坏账损失大幅增加，将对公司业绩形成重大影响；
- 3、建筑企业订单执行不及预期风险：**由于建筑工程项目建设过程中资金需求量巨大，如果未来企业工程回款不及预期，或受资金面偏紧影响导致工程项目融资受阻，建筑企业在手订单落地执行或不及预期，对公司业绩形成负面影响；
- 4、房地产与基建投资大幅下滑导致建材需求萎缩风险：**建材产品作为建筑产业链中游产品，需求受下游房地产与基建投资影响显著，如果未来房地产投资/基建投资出现大幅下滑，将导致上游建材需求萎缩，引发建材产品价格下跌，导致企业盈利下滑；
- 5、原材料及能源价格大幅上涨风险：**由于建材产品的成本中原材料（矿石、化工品）以及能源（原油、煤炭等）等成本占比较高，如果未来上游原材料及能源价格大幅上涨，建材企业未能及时向下游传导成本，将导致公司盈利水平下滑，影响公司业绩增长。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033