

建筑材料

2019 年中期投资策略：迎接细分龙头的盛宴

一季度建材表现缤纷多彩，建材板块上涨 32.75%，相对沪深 300 超额收益为 4.13pct。究其原因，地产销售和投资的韧性超出预期，宏观层面的社融、减税降费和中美贸易摩擦缓和提振了市场估值，而供给侧政策加强了细分龙头竞争优势，市占率快速提升。

展望后市：

1、虽然贸易摩擦等对内需政策有短期边际影响，但坚持结构性去杠杆、房住不炒等仍是政策主基调。总需求维持 L 型波动，基建继续温和回升，新一轮西部大开发、京津冀等城市群建设是结构性亮点。地产销售、新开工和投资继续缓慢下行，竣工端逐渐回暖。

2、结构性供给侧改革继续推进，减税降费对企业业绩的促进作用继续释放。减税降费政策有望直接增厚建材产业链利润 8%。具体到建材各子行业，此轮减税降费受益程度较大的子行业包括水泥、玻纤、石膏板、卫浴和建筑五金等子行业，其中卫浴和建筑五金的盈利弹性较大。

3、个体业绩增长继续分化，在存量竞争之中，环保等供给侧政策推动出清，拥有资源、产品、资金等竞争优势的细分龙头将保持快速增长。例如五金、陶瓷、减水剂、防水材料等，在行业微幅增长的情况下，龙头企业（坚朗五金、帝欧家居、建研集团、东方雨虹等）有望实现 30~50% 甚至更高的发货量增长。

投资策略——迎接细分龙头的盛宴：

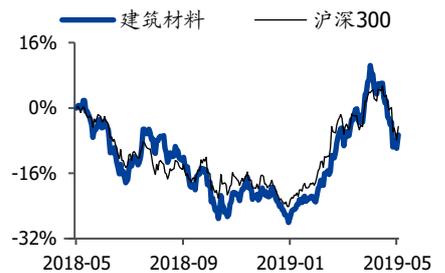
存量经济中，细分龙头受益于供给侧改革实现市占率的持续快速提升。减税降费，上游价格上涨趋缓，中下游制造业利润率有望回升。加上资本市场制度改革对龙头更为受益。推荐坚朗五金、帝欧家居、建研集团、东方雨虹、三维股份、惠达卫浴等。

现金流价值仍值得重视，尤其是分红收益率有望提高的品种，推荐水泥（冀东水泥、祁连山、华新水泥、海螺水泥、塔牌集团等）、伟星新材、旗滨集团、北新建材。

风险提示：下游基建及房地产行业波动风险、行业竞争风险、原材料价格大幅波动风险、应收账款风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 石峰源

邮箱：shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑材料：内需政策或升温》2019-05-13
- 2、《建筑材料：建筑业 PMI 回落，材料价格预期上升》2019-05-05
- 3、《建筑材料：需求预期降温，逢低加仓建材细分龙头》2019-04-28



重点标的

股票 代码	股票 名称	EPS (元)				PE				评级
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
002791	坚朗五金	0.54	0.85	1.19	1.55	33.0	21.0	15.0	11.5	买入
603033	三维股份	0.38	1.41	2.08	2.83	69.6	18.8	12.7	9.3	买入
002398	建研集团	0.36	0.48	0.59	0.70	17.1	12.8	10.4	8.8	增持
002798	帝欧家居	0.99	1.40	1.85	2.49	20.4	14.5	10.9	8.1	买入
002271	东方雨虹	1.01	1.27	1.59	1.98	20.2	16.1	12.9	10.3	买入
603385	惠达卫浴	0.65	0.81	0.95	1.04	14.3	11.5	9.8	8.9	买入
002372	伟星新材	0.75	0.87	1.02	1.19	25.5	22.0	18.8	16.1	增持
000786	北新建材	1.46	1.47	1.76	2.08	13.4	13.3	11.1	9.4	买入
000401	冀东水泥	1.10	2.27	2.94	3.32	14.8	7.2	5.5	4.9	买入
600720	祁连山	0.84	1.06	1.15	1.31	9.5	7.5	6.9	6.1	增持
600449	宁夏建材	0.90	0.79	0.87	1.15	9.3	10.6	9.6	7.3	增持
600801	华新水泥*	3.46	3.84	4.02	4.28	7.3	6.6	6.3	5.9	-
600585	海螺水泥*	5.63	5.87	6.00	6.27	6.8	6.5	6.4	6.1	-
000672	上峰水泥*	1.81	2.13	2.31	2.44	6.5	5.5	5.1	4.8	-
601636	旗滨集团*	0.45	0.48	0.54	0.60	8.6	8.1	7.2	6.5	-
600176	中国巨石*	0.68	0.76	0.87	0.98	14.3	12.8	11.2	9.9	-
002080	中材科技*	0.72	1.01	1.22	1.43	16.2	11.6	9.6	8.2	-

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所；注：标*号公司 EPS 盈利预测为 wind 一致预测数值

内容目录

1 总需求维持“L”型，基建延续温和回升，地产需求具备韧性.....	6
1.1、坚持“结构性去杠杆”、“房住不炒”等仍是政策主基调，总需求维持“L”型波动.....	6
1.2、年内基建延续改善，地产由新开工向竣工逐步传导.....	7
1.2.1、基建维持温和的改善趋势.....	7
1.2.2、地产销售、新开工和投资继续缓慢下行，竣工端逐渐回暖.....	7
2、结构性供给侧改革继续推进，减税降费增厚企业利润.....	10
3、装修建材：迎接细分龙头的盛宴.....	15
3.1、需求结构有所分化，经销端有所承压，工程端仍是快车道.....	15
3.2、格局向好，优质龙头优势突显、份额提升.....	15
3.3、龙头动态估值普遍仍处历史区间下限，边际变化带来估值修复.....	17
3.4、投资建议：格局向好、优质龙头望迎戴维斯双击.....	18
坚朗五金：五金龙头，平台规模效应显现.....	18
建研集团：外加剂量价齐升，区域扩张加速份额提升.....	19
帝欧家居：瓷砖工程直销龙头，扩张动能强、成长性足.....	20
惠达卫浴：民族卫浴品牌，智能和整装卫浴布局助力崛起.....	21
东方雨虹：防水龙头延续高增长，多品类扩张开启新一轮成长.....	22
北新建材：内生外延布局长远，看好中长期投资价值.....	23
4、水泥行业：景气维持中高位，区域差异收窄.....	24
4.1、需求推动年初景气略超预期.....	24
4.2、环保强约束延续，供给风险缓释.....	26
4.2.2、“蓝天保卫战”约束性目标下环保压力仍将持续.....	26
4.2.3、环保强约束下供给风险缓释，水泥供给端具备韧性.....	27
4.3、区域景气差异继续收窄，继续看好京津冀.....	32
4.3.1、京津冀：未来区域景气有望复制前两年华东走势，重点推荐冀东水泥.....	33
4.3.2、西北：基建回暖，景气有望稳步上行，推荐“西北三水”.....	34
4.3.3、华东、华南、西南：景气高位震荡，龙头长期价值凸显.....	35
风险提示.....	38

图表目录

图表 1: 2017 年以来国内生产总值 (GDP) 现价和不变价单季增速.....	6
图表 2: 2018 年以来各月新增社会融资规模与结构.....	6
图表 3: 2018 年四季度以来基建投资增速见底回升.....	6
图表 4: 地产投资具备韧性 (建筑工程明显反弹, 土地购置费增速回落).....	6
图表 5: 商品房销售面积累计值及同比 (万平方米).....	7
图表 6: 此轮地产下行期销售增速回落期明显拉长.....	7
图表 7: 一二线和三四线城市销售面积增速分化.....	8
图表 8: 棚户区改造住房套数及货币化安置比例.....	8
图表 9: 新开工面积和竣工面积增长出现背离.....	8
图表 10: 期房销售面积占比提升明显.....	8
图表 11: 土地成交面积和土地成交价款累计同比连续回落.....	9
图表 12: 房地产开发资金来源回升, 其中国内贷款增速由负转正.....	9
图表 13: 商品房销售面积中期房销售累计同比保持较高增长 (单位: %).....	9
图表 14: 建安设备投资增速有望回升.....	9

图表 15: 水泥、玻纤、卫浴、五金等行业电力、人工、折旧摊销在成本费用中占比较高	10
图表 16: 建材各子行业收入、成本、费用项受增值税率下调的影响分析	11
图表 17: 不同情形下此轮增值税率调整对建材各子行业盈利的影响测算	12
图表 18: 不同情形下增值税率调整对建材各子行业盈利的影响以及实际增量利润留存能力	13
图表 19: 水泥、玻璃、石膏板等子行业对增量利润的留存能力较强(上下游格局与议价能力分析)	14
图表 20: 以经销为主的公司收入季度增速变化	15
图表 21: 以工程直销为主的公司收入季度增速变化	15
图表 22: 环保政策趋严, 环保成本显性化	16
图表 23: 各细分行业市场规模、行业格局变化及龙头公司表现	16
图表 24: 北新建材历史估值变化 VS 销售面积同比变化	17
图表 25: 北新建材估值相对上证综指估值变化	17
图表 26: 东方雨虹历史估值变化 VS 销售面积同比变化	17
图表 27: 东方雨虹估值相对上证综指估值变化	17
图表 28: 伟星新材历史估值变化 VS 销售面积同比变化	18
图表 29: 伟星新材估值相对上证综指估值变化	18
图表 30: 帝欧家居历史估值变化 VS 销售面积同比变化	18
图表 31: 帝欧家居估值相对上证综指估值变化	18
图表 32: 坚朗五金 PE-BAND	19
图表 33: 建研集团 PE-BAND	20
图表 34: 帝欧家居 PE-BAND	21
图表 35: 惠达卫浴 PE-BAND	22
图表 36: 东方雨虹 PE-BAND	22
图表 37: 北新建材 PE-BAND	23
图表 38: 年初以来全国水泥价格延续高位震荡	24
图表 39: 全国水泥平均库位维持在较低水平	24
图表 40: 年初以来泛京津冀地区水泥价格走势强于季节性	24
图表 41: 泛京津冀地区水泥平均库位处于历史较低水平	24
图表 42: 年初以来长三角水泥价格维持高位运行	25
图表 43: 长三角水泥库位仍处在中低位	25
图表 44: 年初以来两广地区水泥价格略有回落	25
图表 45: 两广地区水泥价格处于历史中枢水平	25
图表 46: 华北及西南水泥需求增长强劲, 华东、华南地区需求具备韧性(各省区水泥产量累计增速, %)	26
图表 47: 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》与《2019年全国大气污染防治工作要点》以及2016-2018年完成情况	27
图表 48: 2019年全国新增水泥熟料产能规模预计维持低位	28
图表 49: 2019年全国新点火熟料产能规模最大的区域为西南、华南地区	28
图表 50: 从已出台的文件来看, 2019年错峰生产力度基本维持, 个别省份依据2018年情况有所调整	28
图表 51: 2019年错峰生产方案发生变化的省份梳理	29
图表 52: 京津冀地区各工业子部门污染物排放量	31
图表 53: 1-3月全国PM2.5浓度有所上升	31
图表 54: 2019年全国主要区域理论供需预测	32
图表 55: 2013年以来南北水泥需求分化加剧	33
图表 56: 2013年以来京津冀需求累计下滑幅度超过20%	33
图表 57: 冀东水泥2018-2020年盈利预测简表	34
图表 58: 祁连山市净率(PB)处于近10年来的底部	35
图表 59: 宁夏建材市净率(PB)处于近10年来的底部, 且为板块最低之一(PB-band图)	35
图表 60: 高盈利下南方水泥股息率水平较好	36

图表 61: 国外水泥龙头企业产业链延伸取得突出成果.....	36
图表 62: 海螺水泥净现金流价值测算.....	37

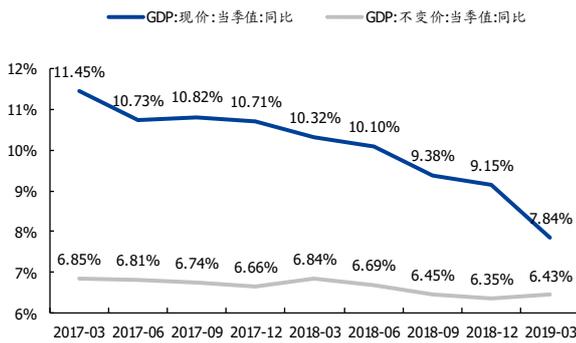
1 总需求维持“L”型，基建延续温和回升，地产需求具备韧性

1.1、坚持“结构性去杠杆”、“房住不炒”等仍是政策主基调，总需求维持“L”型波动

“稳增长、宽信用”政策取得阶段性成效，一季度经济“总体平稳、好于预期，开局良好”。“宽信用”取得明显成效，1-4月社融同比多增1.93万亿，对“托底”经济发挥重要作用。一季度GDP实际增速6.4%，持平去年四季度，反映宏观经济提前企稳。其中基建投资延续改善趋势，1-3月基建投资（不含电力等）同比增长4.4%，较1-2月加快0.1pct，老口径基建投资同比增长3.0%，较1-2月加快0.5pct。同时地产投资、销售数据边际好转较超预期，新开工亦维持正增长。

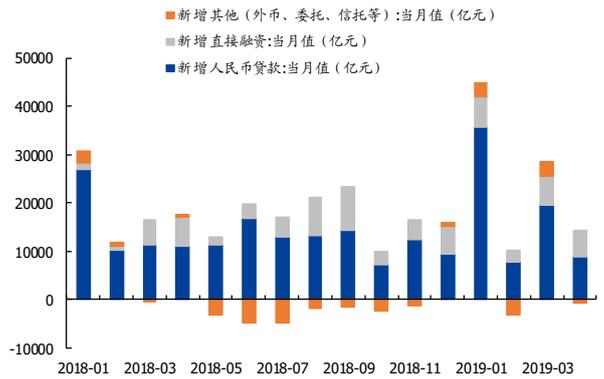
虽然贸易摩擦等对内需政策有短期边际影响，但坚持结构性去杠杆、房住不炒等仍是政策主基调，总需求维持“L”型波动。4月19日政治局会议提出“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆”，“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度”，再提“房住不炒”。虽然5月以来贸易摩擦突发升级，政策重提“六稳”，内需政策或短期升温，但中期来看，总量需求L型，结构性去杠杆、供给侧改革仍是基准情形。

图表 1: 2017 年以来国内生产总值 (GDP) 现价和不变价单季增速



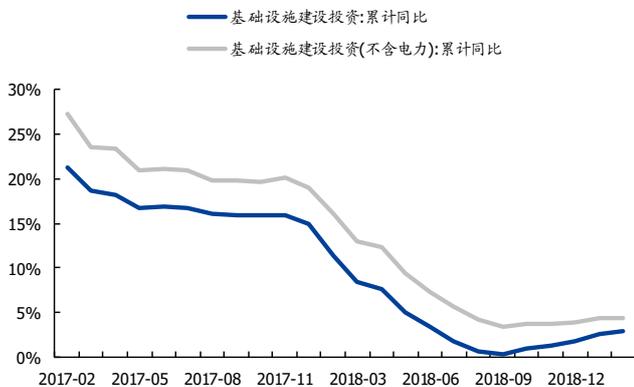
注：不变价 GDP 同比增速依据国家统计局发布的不变价 GDP 计算，基期为 2016 年。
资料来源：国家统计局、Wind、国盛证券研究所

图表 2: 2018 年以来各月新增社会融资规模与结构



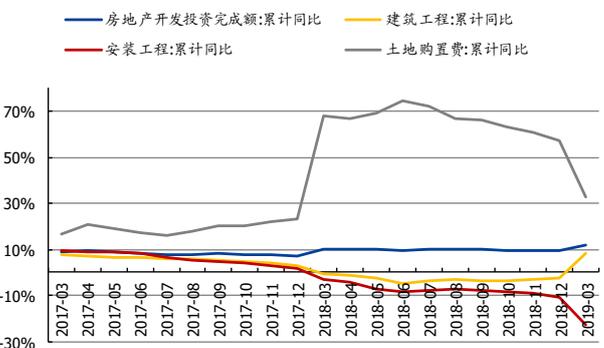
资料来源：国家统计局、Wind、国盛证券研究所

图表 3: 2018 年四季度以来基建投资增速见底回升



资料来源：国家统计局、Wind、国盛证券研究所

图表 4: 地产投资具备韧性(建筑工程明显反弹,土地购置费增速回落)



资料来源：国家统计局、Wind、国盛证券研究所

1.2、年内基建延续改善，地产由新开工向竣工逐步传导

我们判断总需求维持“L”型波动下，基建继续温和回升，新一轮西部大开发、京津冀等城市群建设是结构性亮点。地产销售、新开工和投资继续缓慢下行，竣工端逐渐回暖。

1.2.1、基建维持温和的改善趋势

财政政策的发力是基建投资增速去年 Q4 以来见底的关键因素，而目前来看这一因素在年内将不会有显著的变化。除了新增专项债额度大幅增加外，今年以来发行节奏也快于往年，在专项债到位和财政支出发力双重资金支持下，随着项目的落地实施，我们判断年内基建投资仍是确定性强的改善方向。

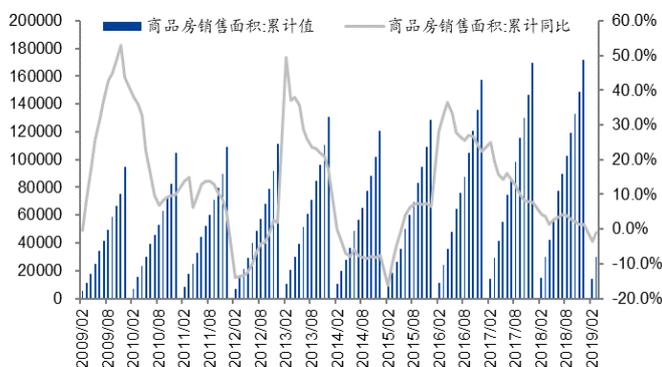
1.2.2、地产销售、新开工和投资继续缓慢下行，竣工端逐渐回暖

(1) 地产销售有韧性，需求波动收窄，一二线城市销售向上

2019年1-3月全国商品房销售面积同比下降0.9%，(2018年全国商品房销售面积同比增长1.3%)，地产需求持续回落。从这轮地产销售增速下行期表现来看，呈现较上两轮周期不同的特征：增速回落的幅度弱于以往周期，且下行期被明显拉长，自2016年4月增速高点回落到现在已有33个月度，预计整体回落趋势19年仍将持续。我们认为此轮下行期显著拉长且销售增长具备韧性的原因在于：1) 16年中以来的地产调控政策相对持久且强调“分类调控、因城施策”，使得整体调控的节奏和结构较之前有所不同。一二线城市在紧缩调控政策下，销售面积增速出现明显下降，但三四线城市因库存较高，“因城施策”下调控政策的力度相对有宽松弹性，使得三四线城市销售面积增速回落缓慢，由于三四线城市销售面积占比超过70%，使得整体销售更具韧性。2) 棚户区改造政策以及棚改货币化，三四线城市是主要区域。

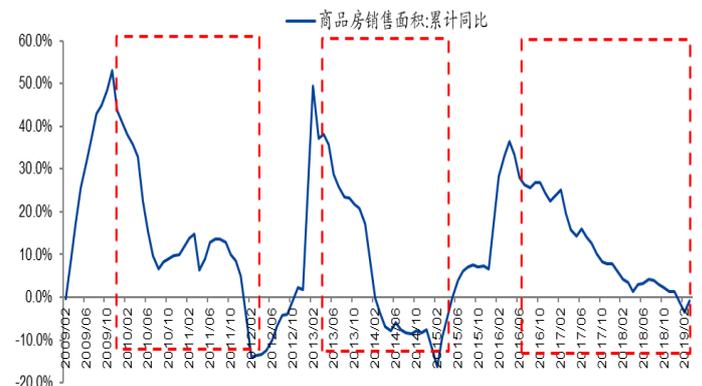
展望2019年全年来看，我们维持此前在年度策略报告里面的观点：在整体地产紧缩调控政策基调预计仍然维持、三四线棚改货币化政策收紧的影响下，我们预计2019年地产销售面积下滑5%左右，波动幅度弱于以往周期，销售仍具韧性，区域上一二线城市向上，三四城市向下。

图表5：商品房销售面积累计值及同比（万平方米）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表6：此轮地产下行期销售增速回落期明显拉长



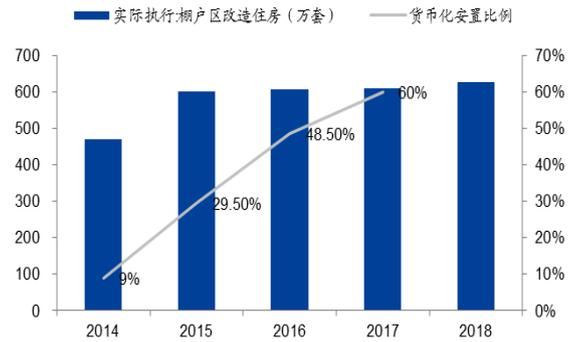
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 7: 一二线和三四线城市销售面积增速分化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 8: 棚户区改造住房套数及货币化安置比例



资料来源: wind、国盛证券研究所

(2) 新开工和竣工背离收敛, 开工向下、竣工向上, 建安投资有望回升

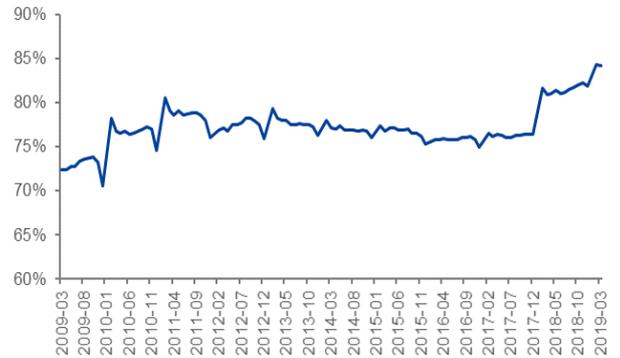
资金压力下, 房企“抢开工、高周转”导致高开工、低竣工: 16年以来, 在整体去杠杆、紧信用的环境之下, 地产企业在资金压力、市场走弱的影响下, 为规避风险采用加快周转的策略, 抢开工、促推盘预售来获取销售回款的情况较为普遍 (期房销售占比提升明显); 同时在较高的库存之下, 放缓了施工和竣工节奏, 使得新开工和竣工出现明显背离, 18年房屋新开工面积增速持续走高, 保持两位数增长, 全年增长 17.2%, 而竣工面积增速持续走低, 18年连续为负, 全年累计同比增速为-7.2%; 2019Q1 房屋新开工面积累计同比增速较 18年有所回落, 但仍维持两位数增长, 而竣工面积累计同比仍为下降 10.8%。

图表 9: 新开工面积和竣工面积增长出现背离



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 10: 期房销售面积占比提升明显



资料来源: wind、国盛证券研究所

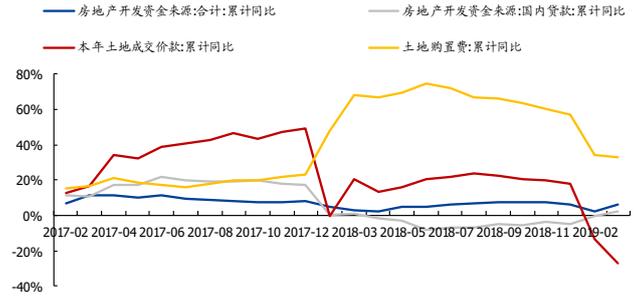
新开工增速预计向下回落: 18年下半年以来新开工面积累计同比连续多个月两位数以上增长, 使得短期供给增长明显; 但在政策调控预期及融资环境仍然偏紧之下, 房企拿地意愿逐渐减弱, 土地成交面积和成交价增速连续多个月回落, 后续新增供应预计将会下行, 也将对明年开工有所限制。从当前库存和去化数据来看, 库存有上行趋势但是仍处于底部位置, 因此在中期土地供应有所减弱趋势下, 预计本轮地产周期库存累积较以往缓慢。

图表 11: 土地成交面积和土地成交价款累计同比连续回落



资料来源: wind、国盛证券研究所

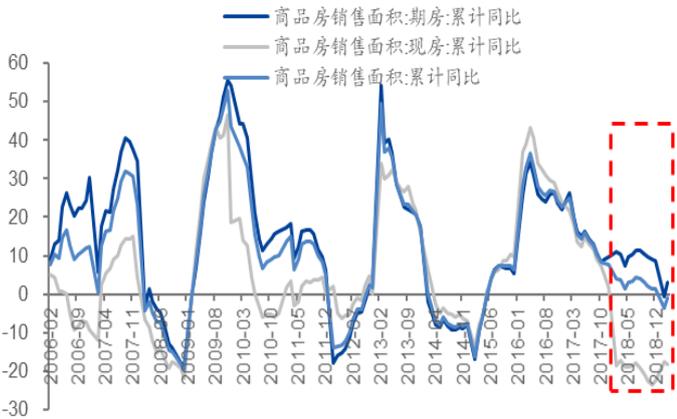
图表 12: 房地产开发资金来源回升, 其中国内贷款增速由负转正



资料来源: wind、国盛证券研究所

期房交付叠加资金压力缓解, 预计 19 年竣工面积增速向上, 建安设备投资有望回升。一方面, 在期房交付期限要求之下, 竣工增速有望回升。一般期房交付时间在 2 年左右, 参考期房销售占比的数据来看, 17 年以来期房面积占比持续提升, 在今年有望进入交付期, 竣工面积增速预计将向上回升。另一方面, 央行降准, 货币政策宽松有望逐渐向信用宽松传导, 融资环境边际改善, 房企资金压力缓解之下, 竣工增速有望回升; 同时, 在房企拿地意愿减弱之下, 土地购置费用支出增速放缓, 对建安设备投资的挤出效应有望缓解, 建安设备投资增速有望回升, 2019Q1 建安设备投资累计同比增长 5%。

图表 13: 商品房销售面积中期房销售累计同比保持较高增长 (单位: %)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 14: 建安设备投资增速有望回升



资料来源: wind、国盛证券研究所

2、结构性供给侧改革继续推进，减税降费增厚企业利润

《2019年政府工作报告》在2019年政府工作任务中提出“实施更大规模的减税”以及“明显降低企业社保缴费负担”，全年将减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元。目前，增值税率已于4月1日起下调，建材企业主业作为制造业增值税率由16%下降至13%，社保缴费政策调整也于5月1日落地。

各行业利润增厚幅度取决于成本费用结构，人力成本、电力成本占比大的产业链以及折旧摊销高的重资产行业受益程度更大。(1)人力成本、折旧摊销与财务费用：增值税率的下降不影响此部分可抵扣的增值税进项，此外社保降费对人力更为密集的企业减负作用更大。(2)电力成本：发改委下发《电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价》文件，明确省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价。

图表 15: 水泥、玻纤、卫浴、五金等行业电力、人工、折旧摊销在成本费用中占比较高

子行业		单项占营业成本及期间费用比重					电力+人力+折旧摊销	样本企业
		电力采购成本	其他原燃料成本	人力成本	折旧摊销	其他成本与费用		
水泥产业链	水泥	15.9%	49.9%	8.9%	5.1%	20.2%	30.0%	万年青
	商品混凝土	0.9%	83.2%	7.0%	2.1%	6.7%	10.1%	西部建设
玻纤产业链	玻纤	9.7%	34.3%	12.9%	13.9%	29.2%	36.5%	中国巨石
	玻璃纤维制品	6.3%	51.5%	12.0%	6.7%	23.6%	25.0%	长海股份
玻璃	玻璃	4.4%	66.3%	10.2%	12.1%	6.9%	26.8%	旗滨集团
装修建材	石膏板	6.6%	64.4%	10.3%	4.5%	14.1%	21.5%	北新建材
	防水材料	0.6%	64.8%	11.5%	1.3%	21.7%	13.4%	科顺股份
	塑料管材	2.7%	50.8%	14.1%	2.5%	29.9%	19.4%	伟星新材
	卫浴产品	2.5%	32.6%	27.9%	3.5%	33.5%	33.9%	惠达卫浴
	建筑陶瓷	3.5%	52.4%	13.6%	2.3%	28.3%	19.3%	蒙娜丽莎
	集成吊顶	0.7%	65.2%	14.4%	1.7%	18.1%	16.7%	友邦吊顶
	建筑涂料	0.5%	58.0%	17.9%	1.6%	22.1%	19.9%	三棵树
建筑五金	1.0%	51.3%	28.1%	1.7%	17.9%	30.8%	坚朗五金	

备注:

- (1) 各行业指标选择具有代表性的样本企业测算，样本选择考虑企业业务构成是否单一与单项成本数据是否可得；
- (2) 电力采购成本为公司报告期内外购电力金额；
- (3) 其他原燃料成本为剔除后电力成本后的原燃料成本；
- (4) 人力成本通过现金流量表“支付给职工以及为职工支付的现金”与资产负债表“应付职工薪酬”计算；
- (5) 折旧与摊销取现金流量表补充资料数据；
- (6) 其他成本与费用为除上述分项以外的营业成本及期间费用项总和，其他成本与费用=营业成本+期间费用-原燃料成本-人力成本-折旧摊销)。

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 16: 建材各子行业收入、成本、费用项受增值税率下调的影响分析

子行业		各项金额/营业收入比率						
		营业收入	电力采购成本	其他原燃料成本	人工成本	折旧摊销	其他成本与费用	营业利润
水泥产业链	水泥	100%	12.0%	37.6%	6.7%	3.9%	15.2%	24.6%
	商品混凝土		0.9%	80.2%	6.8%	2.1%	6.5%	2.7%
玻纤产业链	玻纤		6.8%	24.1%	9.1%	9.8%	20.6%	28.3%
	玻璃纤维制品		5.4%	44.5%	10.4%	5.8%	20.4%	13.8%
玻璃	玻璃		3.7%	55.4%	8.5%	10.1%	5.7%	16.1%
装修建材	石膏板		5.0%	48.7%	7.8%	3.4%	10.6%	24.1%
	防水材料		0.6%	59.4%	10.5%	1.2%	19.9%	7.2%
	塑料管材		2.0%	37.8%	10.5%	1.9%	22.2%	25.5%
	卫浴产品		2.3%	29.6%	25.3%	3.2%	30.4%	10.1%
	建筑陶瓷		3.0%	45.3%	11.7%	2.0%	24.4%	13.0%
	集成吊顶	0.6%	58.7%	12.9%	1.5%	16.3%	13.8%	
	建筑涂料	0.4%	52.9%	16.3%	1.5%	20.2%	7.9%	
议价能力强	建筑五金	0.9%	48.1%	26.3%	1.6%	16.7%	5.0%	
	含税金额	不变	下降	下降	-	-	下降	-
	扣税金额	上升	不变	不变	不变	不变	不变	-
	/营业收入比率	-	下降	下降	下降	下降	下降	上升
议价能力弱	含税金额	下降	下降	不变	-	-	不变	-
	扣税金额	不变	不变	上升	不变	不变	上升	-
	/营业收入比率	-	不变	上升	不变	不变	上升	下降

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

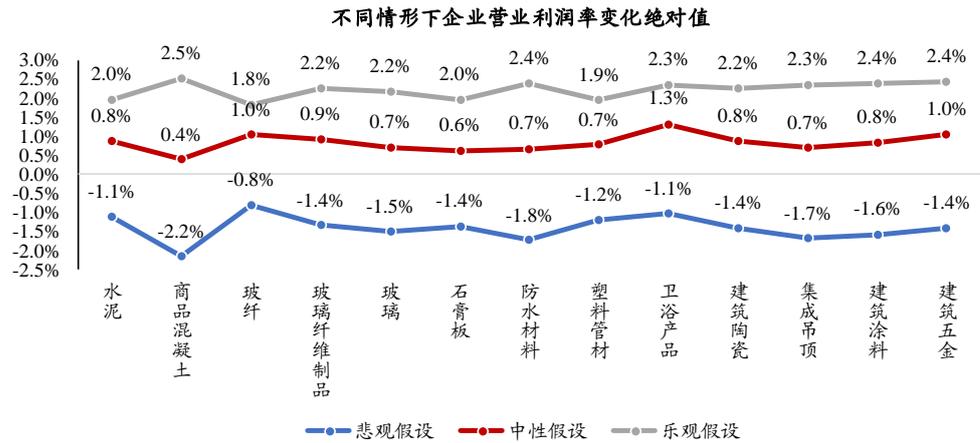
产业链各环节和环节中各企业的受益程度则取决于议价能力。(1)短期角度,企业可以通过含税价的维持或调整分享产业链的增量利润。议价权强的环节或企业可通过保持所销产品含税价不变,完全享有收入端降税的收益;而议价权较弱的环节或企业其含税价或出现降低,甚至其扣税价在降税后仍然维持不变。(2)中长期角度,产业链的利润逐步进行再分配,集中度高、附加值高的环节将获得超额收益。

在增值税率下调对企业盈利影响的测算过程中,我们细分了悲观、中性、乐观三种情形。其中在中性情形下,假定下游环节对上游环节拥有绝对的议价权,因此各环节含税售价均维持不变;在悲观情形下假定企业销售扣税价无法上调,且成本费用端含税价无法下降,即两端同时承压;在乐观情形下假定企业销售含税价和成本费用端扣税价均可维持不变,即可挤占两端利润。所以这三种情形下的测算结果可代表增值税率下调对企业盈利影响的极端范围。

根据我们的测算,中性假设下,减税降费政策有望直接增厚建材产业链利润 8%。受益程度较大的建材子行业包括水泥、玻纤、石膏板、卫浴和建筑五金等子行业,其中卫浴和建筑五金的盈利弹性较大。

从短期盈利改善角度:水泥、玻纤、卫浴产品、建筑五金等行业电力、人力、折旧摊销在成本费用中占比较高,因而在此次增值税率下调受益程度更大。在中性假设下,玻纤、卫浴产品、建筑五金行业营业利润率可分别提升 1.0、1.3 和 1.0pct,但由于行业盈利水平基数的差异,短期商品混凝土、卫浴产品、建筑五金行业的盈利改善幅度有望达 15% 以上,弹性更大。

图表 17: 不同情形下此轮增值税率调整对建材各子行业盈利的影响测算



备注:

- (1) 由于不同行业适用的增值税率不同，为简化起见，假设原燃料适用 13%档增值税（此次由 16%下调至 13%）、其他成本与费用适用 9%档（此次由 10%下调至 9%）、6%档（不变）。
- (2) 悲观假设下（建材企业议价能力弱）：收入端销售含税价下调，扣税价不变；除电力成本外，成本费用端采购含税价不变，扣税价上升。
- (3) 中性假设下（上游均对下游环节拥有绝对议价权）：收入端销售含税价不变，扣税价上升；除电力成本外，成本费用端采购含税价不变，扣税价上升。
- (4) 乐观假设下（建材企业议价能力强）：收入端销售含税价不变，扣税价上升；成本费用端采购含税价下降，扣税价不变。

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

但随着中期产业链增量利润向议价能力强环节的再度分配，商品混凝土等议价权较弱的子行业留存增量利润的比例相对较小，而行业集中度较高的水泥、玻璃、石膏板等子行业有望全部留存减税降费的增量利润甚至挤占上下游环节的利润。因此，对于增量利润留存能力强的子行业，其盈利能力变化的实际情况会接近上述乐观假设下的结果，反之则接近上述悲观假设下的结果。

在这里，我们基于对各个子行业上下游格局与议价能力的分析，对其留存本环节增量利润的能力进行了评分。对上游议价能力主要取决于相对集中度、本行业占上游需求比重等因素，对下游议价能力主要取决于相对集中度、产品差异化程度等因素。本环节留存增量利润的能力则综合了对上下游的议价能力，其中对下游的议价能力更为重要，结果如图表 18、19 所示。

图表 18: 不同情形下增值税率调整对建材各子行业盈利的影响以及实际增量利润留存能力

子行业		当前营业利润率	营业利润率变化绝对值			净利润相对变化幅度			增量利润留存能力评分
			悲观假设	中性假设	乐观假设	悲观假设	中性假设	乐观假设	
水泥产业链	水泥	24.6%	-1.1%	0.8%	2.0%	-4.6%	6.2%	10.8%	4.3
	商品混凝土	2.7%	-2.2%	0.4%	2.5%	-82.1%	16.6%	98.6%	1.0
玻纤产业链	玻纤	28.3%	-0.8%	1.0%	1.8%	-2.9%	6.3%	9.3%	3.0
	玻璃纤维制品	13.8%	-1.4%	0.9%	2.2%	-9.9%	9.4%	19.3%	2.7
玻璃	玻璃	16.1%	-1.5%	0.7%	2.2%	-9.5%	7.0%	16.4%	3.7
装修建材	石膏板	24.1%	-1.4%	0.6%	2.0%	-5.8%	5.2%	11.0%	3.7
	防水材料	7.2%	-1.8%	0.7%	2.4%	-24.6%	12.0%	36.6%	1.7
	塑料管材	25.5%	-1.2%	0.7%	1.9%	-4.7%	5.7%	10.4%	2.7
	卫浴产品	10.1%	-1.1%	1.3%	2.3%	-10.6%	16.0%	26.6%	4.0
	建筑陶瓷	13.0%	-1.4%	0.8%	2.2%	-11.0%	9.3%	20.3%	3.7
	集成吊顶	13.8%	-1.7%	0.7%	2.3%	-12.4%	7.6%	20.0%	3.0
	建筑涂料	7.9%	-1.6%	0.8%	2.4%	-20.1%	13.2%	33.3%	3.3
	建筑五金	5.0%	-1.4%	1.0%	2.4%	-28.6%	23.8%	52.3%	2.3

备注:

- (1) 悲观假设下(建材企业议价能力弱): 收入端销售含税价下调, 扣税价不变; 除电力成本外, 成本费用端采购含税价不变, 扣税价上升。
- (2) 中性假设下(上游均对下游环节拥有绝对议价权): 收入端销售含税价不变, 扣税价上升; 除电力成本外, 成本费用端采购含税价不变, 扣税价上升。
- (3) 乐观假设下(建材企业议价能力强): 收入端销售含税价不变, 扣税价上升; 成本费用端采购含税价下降, 扣税价不变。
- (4) 增量利润留存能力取决于上下游格局与议价能力, 具体测算详见图表 19。

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 19: 水泥、玻璃、石膏板等子行业对增量利润的留存能力较强(上下游格局与议价能力分析)

项目	子行业	本行业集中度	上游主要行业	上游行业集中度	本行业占上游需求比重	对上游议价权	下游主要行业	下游行业集中度	产品差异化程度	对下游议价权	增量利润留存能力评分
水泥产业链	水泥	高	煤炭	高	中	中	混凝土	低	低	强	4.3
	商品混凝土	低	水泥、砂石	高	高	弱	工程、地产	中	低	弱	1.0
玻纤产业链	玻纤	高	天然气、电力、原材料	高	低	弱	玻纤制品	中	低	较强	3.0
	玻璃纤维制品	中	玻纤	高	高	较弱	建材、风电、汽车	中	中	中	2.7
玻璃	玻璃	较高	硅砂、纯碱、石油焦/天然气	高	高	中	玻璃深加工、工程	低	低	较强	3.7
装修建材	石膏板	高	脱硫石膏、护面纸、煤炭	高	中	中	地产(零售+工程)	较低	中	较强	3.7
	防水材料	低	化工	高	低	弱	基建、地产(工程为主)	中	中	较弱	1.7
	塑料管材	中	化工	高	低	较弱	地产(工程+零售)、基建	中	中	中	2.7
	卫浴产品	中	泥、釉等原材料	低	高	较强	地产(零售+工程)	较低	高	较强	4.0
	建筑陶瓷	低	矿物、釉等原材料	低	高	中	地产(零售+工程)	较低	高	较强	3.7
	集成吊顶	低	金属板材	较低	低	弱	地产(零售+工程)	较低	高	较强	3.0
	建筑涂料	中	化工	高	低	较弱	地产(零售+工程)	较低	高	较强	3.3
	建筑五金	低	金属制品	高	低	弱	地产	中	中	中	2.3

备注: 对上下游议价能力由强到弱分别赋分 1-5 (即“强、较强、中、较弱、弱”分别对应分数 5、4、3、2、1), 增量利润留存能力评分由对上游议价能力评分与对下游议价能力评分按 1:2 的权重计算加权平均。

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

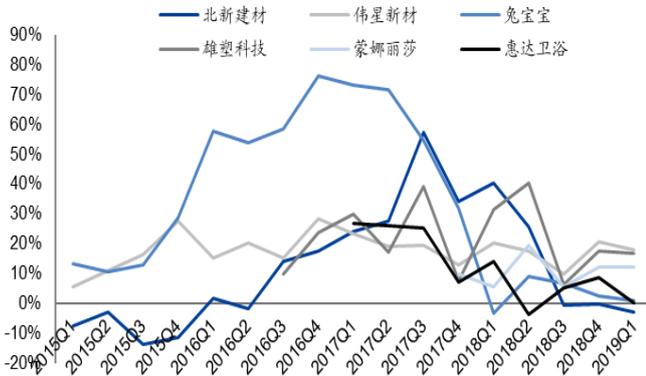
3、装修建材：迎接细分龙头的盛宴

3.1、需求结构有所分化，经销端有所承压，工程端仍是快车道

随着地产需求景气的下行，后端的房地产消费链条整体增速也呈现趋缓态势，从上市公司业绩表现来看，装修建材、家居等下游地产后周期类企业收入端增速受到地产销售回落的影响已显现，特别是零售端的压力表现较为明显。结合2018年报和2019年一季报情况来看，板块内以经销零售为主导企业整体销售有所承压，收入增速有所回落，预计19年趋势仍将延续；而以工程端业务为主导企业在精装修趋势叠加地产商集中度跳增之下，收入仍保持较快增长。

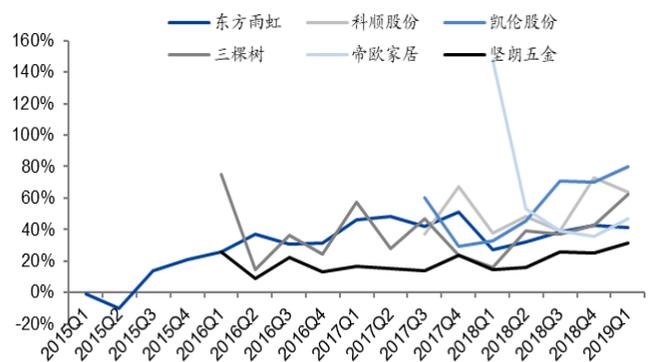
精装修落地+地产客户集中度跳升趋势下，工程端仍是快车道。大地产商集中度跳升之下，销售面积的快速增长带来了对应建材需求的增加，而同时全装修交付占比的提升将使得装饰需求的管控进一步向房地产商集中，针对地产商的工程端业务规模有望进一步扩大；而头部房企采取的“战略集采”的模式对建材企业竞争格局带来的影响较为明显。集采模式对建材企业在品牌、资金、产品供应、服务等方面的要求和门槛较高，中小企业进入较为困难，龙头企业在品牌影响力、资金规模、产能供应、销售服务等方面具有明显的竞争优势。从品类来看，防水材料、瓷砖、建筑涂料、卫浴等建材品类被列入集采范围较为普遍，有相应工程端业务布局的龙头公司仍将持续受益；而工程端放量，也将推动行业集中度的加速提升，特别是对于此前以经销模式为主、竞争较为分散或较晚进行战略集采的品类，如瓷砖、涂料、管材、卫浴等。

图表 20：以经销为主的公司收入季度增速变化



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 21：以工程直销为主的公司收入季度增速变化



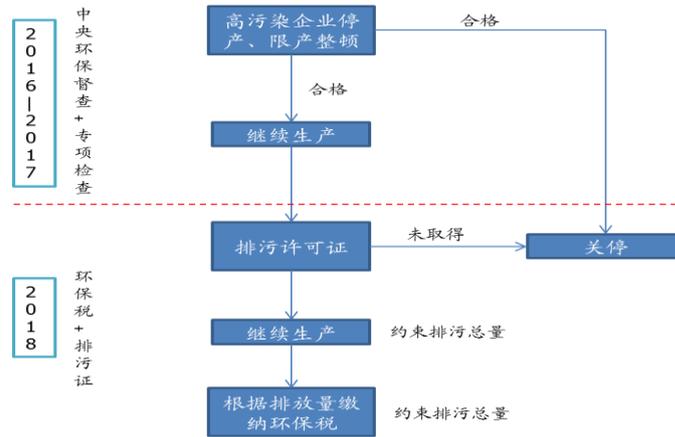
资料来源：wind、国盛证券研究所

3.2、格局向好，优质龙头优势突显、份额提升

环保成本显性化，税收社保规范化，金融约束加强，龙头企业格局向好。随着国家对安全、环保要求的不断提高以及营改增等政策实施，导致众多环保、税收等不规范的中小企业成本曲线抬升明显，较多中小企业因亏损和资金短缺退出了行业。而环保达标、生产管理规范和资金雄厚的龙头企业，通过控制成本、自身生产技术提高和更强的市场把控能力，在小企业承压时，实现了份额的快速提升。

中长期维度来看，需求周期和估值波动有往复，把握企业业绩增长更多要关注企业自身的竞争力，自身具备较强竞争优势的优质龙头，格局向好、份额持续提升趋势明显，业绩稳健增长的能力相对较强。同时，随着供给侧边际放松，此前上游价格大幅上涨对中游制造企业成本形成压力有望得到缓解，利润分配有望从上游向中下游转移。

图表 22: 环保政策趋严, 环保成本显性化



资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

图表 23: 各细分行业市场规模, 行业格局变化及龙头公司表现

细分行业	行业需求变化	行业格局	龙头公司表现
防水材料	2016-2017 规模以上防水企业营收增速平均为 7% 左右	环保趋严加速中小产能退出, 头部企业扩张份额	东方雨虹: 2016-2018 收入增长分别为 32%、47%、36%。 凯伦股份: 2016-2018 收入增长分别为 23%、47%、57%。 科顺股份: 2016-2018 收入增长分别为 23%、38%、52%。
塑料管材	2012 年起产量基本保持个位数增长; 2012-2017 复合增速为 8.86%; 2018 年产量增长 3% 左右。	CR20 持续提升	中国联塑: 2016-2018 产品销售收入增长分别为 11%、17%、16%。 伟星新材: 2016-2018 收入增长分别为 21%、18%、17%。 永高股份: 2016-2018 收入增长分别为 7%、21%、17%。
建筑陶瓷	2016-2017 年产量同比增长 0.8%、-1.15%; 2018 年产量同比下滑 12%	2017 年共有 183 家建陶企业退出, 占比 12.6%; 2018 年共有 137 家企业退出, 占比 10.8%	欧神诺: 2016-2018 收入增长分别为 13%、34%、53%。 蒙娜丽莎: 2016-2018 收入增长分别为 47%、24%、11%。
石膏板	石膏板行业规模增长平稳 2014-2017 年个位数增长; 2018 年行业整体需求预计下滑;	准入壁垒提高, 环保和政策淘汰小产能: 2000 万 m2 以下产线列入淘汰类	北新建材 2016-2018 年销量增速: 13%、11%、2.6%。
混凝土	2016-2017 年产量分别增长 0.4%、3%。	2015-2017 年 CR4 分别为 6.2%、6.6%、7.2%。	西部建设: 2016-2017 年产量增速 17%、14%; 15-17 年集中度分别为 1.5%、1.7%、1.9%
混凝土外加剂	需求平稳, 消费量小个位数增长	环保趋严加速中小产能退出	建研集团: 2017 销量同增 40%, 2018 销量同增 28% 苏博特: 2017 收入同增 28%, 2018 收入同增 38%

资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

3.3、龙头动态估值普遍仍处历史区间下限，边际变化带来估值修复

回顾 2018 年以来板块行情变化来看，2018 年板块内地产后端的装修建材公司，受到地产下行的悲观预期、去杠杆下资金压力等因素的影响，股价调整较多，估值向下调整较为充分，多个细分龙头公司 2018 年末估值相对大盘指数的估值水平已处于历史区间下限；2019Q1 在央行降准、货币政策向信用宽松传导（社融增长超预期）以及房地产政策边际宽松（因城施策、首套房贷平均利率持续回落等）之下，一二线城市地产回暖、经济和地产需求保持韧性的表现，使得市场修复此前过度悲观的需求预期，板块迎来估值修复行情，特别是业绩保持强势的龙头公司。

近期来看，受到政策降温预期和中美贸易摩擦的影响，市场有所波动，板块内个股普遍有所调整，需求预期波动和外部不确定性增强影响板块整体估值；结合业绩增长预期来看板块个股估值，龙头公司估值较年初有所修复，但拉长周期来看，多数仍处于历史估值区间下限水平；短期为应对中美贸易摩擦不确定性加强的影响，内需政策有望升温，估值有望得到进一步支撑；供给侧变化将带来板块内公司个体增长出现分化，龙头企业受益小企业退出、格局向好，收入和业绩增长确定性高，特别是细分行业中有能力且愿意加杠杆的公司具有更高的弹性，有望迎来戴维斯双击。

图表 24：北新建材历史估值变化 VS 销售面积同比变化

图表 25：北新建材估值相对上证综指估值变化



资料来源：wind、国盛证券研究所

资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 26：东方雨虹历史估值变化 VS 销售面积同比变化

图表 27：东方雨虹估值相对上证综指估值变化



资料来源：wind、国盛证券研究所

资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 28: 伟星新材历史估值变化 VS 销售面积同比变化



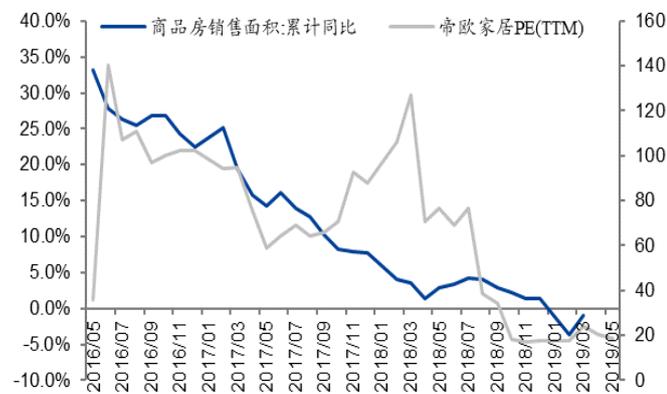
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 29: 伟星新材估值相对上证综指估值变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 30: 帝欧家居历史估值变化 VS 销售面积同比变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 31: 帝欧家居估值相对上证综指估值变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

3.4、投资建议: 格局向好、优质龙头望迎戴维斯双击

存量经济中, 细分龙头受益于供给侧改革实现市占率的持续快速提升。减税降费, 上游价格上涨趋缓, 中下游制造业利润率有望回升。加上资本市场制度改革对龙头更为受益。推荐坚朗五金、帝欧家居、建研集团、东方雨虹、三维股份、惠达卫浴等。

坚朗五金: 五金龙头, 平台规模效应显现

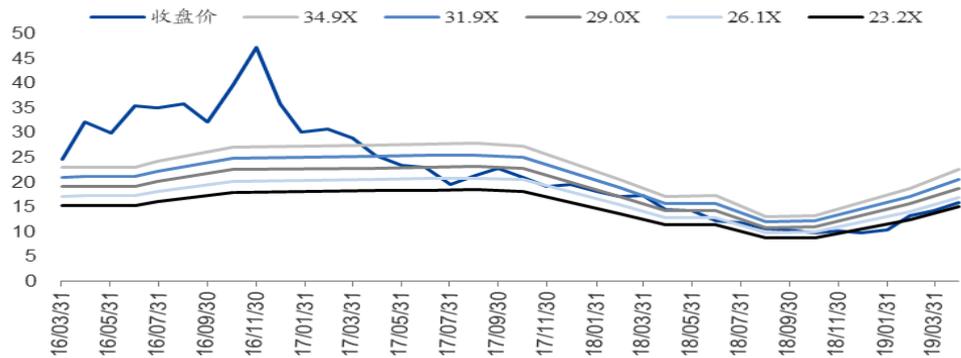
建筑五金“制造+服务”系统集成供应成竞争方向。建筑五金具有“离散为主、流程为辅”、产品多样、订单分散、供货期短等特点, 特别是在中高端市场, 定制化、个性化的产品需求占比高。建筑五金消费升级、高周转地产开发模式和精装修化的发展趋势下, 能否提供质优价中的系统化产品包、快速准确的交付和及时便捷的售后成为供应商核心能力, “制造+服务”成为建筑五金发展方向。而如何控制成本, 则是供应商的主要问题。我们认为, 规模+数字化管理是降低全链条成本的新模式要点。

坚朗五金: 渠道+服务+管理构建竞争优势, 多品类布局渐入收获期。1) “坚朗”是国内门窗五金第一品牌, 收入规模也远超其他竞争对手。2) 通过自建领先完善的直销渠道, 向客户提供一站式的采购和技术服务。销售团队超过 3800 人, 销售网络覆盖了国内所有一线城市和重点二三线城市市场。3) 长期服务关系可以帮助公司深度发掘客户需求潜力,

新品类与现有模式存在互补和高度协同，共享销售和客户渠道。4) 全国设立了 30 多个中转仓，提高交付和售后效率。5) 全业务流程数字化，优化管理，提高效率，扩张管理边界。

建筑五金行业格局非常分散，品类规格众多。公司前期大量投入建立了广覆盖的前台营销网络和强大的后台管理体系，搭建起了多产品线集成供应平台，业绩受到一定影响。但随着多品类逐渐培育成熟和渠道投入趋于平稳，集成供应的规模效应和协同效应逐渐释放，多品类扩张有望进入收获期，业绩弹性有望显现。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.72、3.84 和 4.99 亿元，对应 EPS 分别 0.8、1.2 和 1.6 元，对应 PE 分别为 21、15、11 倍；维持“买入”评级。

图表 32: 坚朗五金 PE-BAND



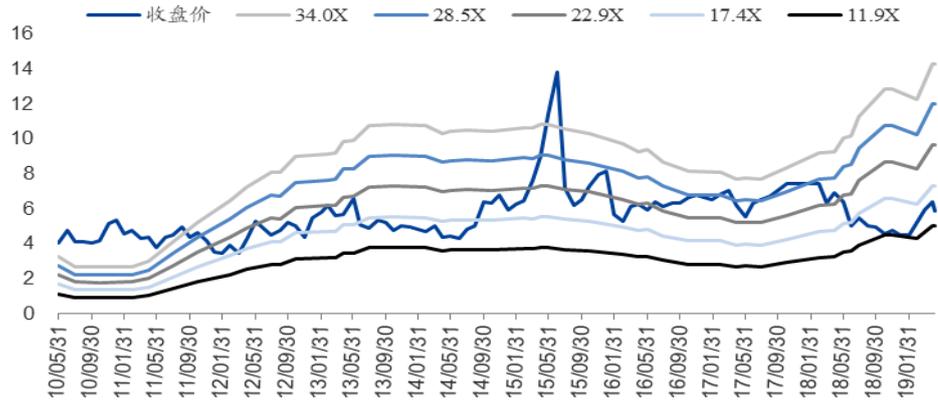
资料来源: wind、国盛证券研究所

建研集团: 外加剂量价齐升, 区域扩张加速份额提升

供给侧改革推动外加剂行业集中度加速提升, 公司“资金+复配”优势明显, 公司量价齐升。外加剂消费量基本与商混产量变化同步, 整体需求相对平稳, 预计市场规模约 500 亿元, 其中减水剂约 300 亿。随着 16 年以来国家对安全、环保要求趋严以及营改增政策的实施, 使得了小企业经营成本增加, 众多小企业因亏损和资金短缺退出了行业。公司凭借完善的全国布局、优质的产品品质及专业的服务, 快速扩大市场份额, 特别是近年来混凝土砂石材料来源频繁变化, 对减水剂服务要求提升, 公司复配优势表现更加明显。2018 量价齐升, 毛利率季度环比逐渐提升, 盈利能力改善明显。

受益于客户集中度提升和小企业加速退出, 公司份额提升、销量快速增长, 同时提价效应逐渐显现带来盈利能力提高; 检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地, 提高业绩的同时, 进一步增强了建设综合技术服务实力, 后续区域扩张值得期待。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.59、0.70 元, 对应 PE 分别为 13、10、9 倍; 维持“增持”评级。

图表 33: 建研集团 PE-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

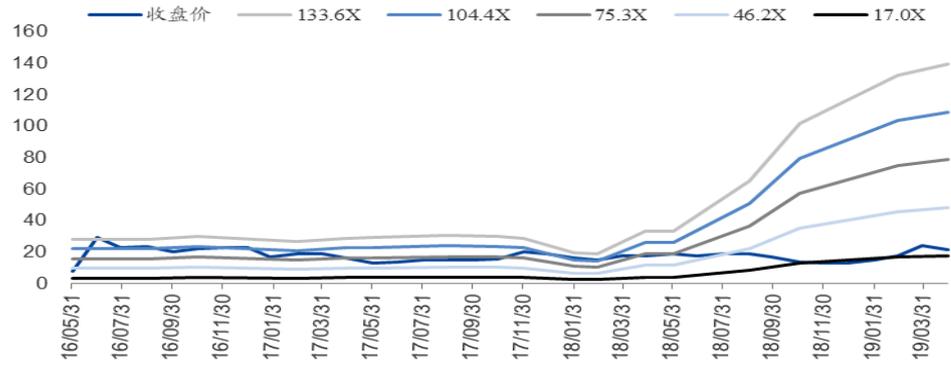
帝欧家居: 瓷砖工程直销龙头, 扩张动能强、成长性足

瓷砖市场规模超 4000 亿, B 端集采加速品牌集中提升趋势。 瓷砖需求保持平稳, 年产量保持 100 亿平水平, 2017 年规模以上建陶企业收入 4163 亿元。“大行业、小公司”特征明显, 一线品牌企业市占率不足 1%。近年来消费升级趋势下中高端份额提升, 地产客户集中度提升趋势下战略集采模式提高供应门槛, 同时环保趋严下中小企业加速退出, 中高端瓷砖企业受益, 品牌集中度提升趋势明显。

欧神诺: 资金+产能+渠道扩张动能强。1) 工程渠道: 直销业务优势明显, 量扩降本增利, 势头强劲。 欧神诺较早采取自营直销模式, 在与万科、碧桂园等地产大客户长期合作中, 形成了较强的产品供应、品质管控、供应链服务等直销业务能力。目前公司在前 20 强地产商客户业务占比仍然较低, 未来在地产商集中度提升趋势下, 已有地产客户的合作份额为公司快速增长提供保障, 同时拓展新客户, 工程渠道有望保持高速增长。同时工程采购将带动产品结构改善, 品类集中带来规模效应, 盈利能力望同步提升。**2) 经销渠道: 门店扩张空间大, 赋能经销商拓展小 B 客户增量。** 对标东鹏终端近 4000 家门店, 公司当前 1300 多家门店仍存在较大开店空间, 计划今后 2-3 年每年新增 30% 经销商及 30% 门店; 同时借助工程端业务产能布局和供应链优势, 赋能经销商进行小 B 客户的拓展培育, 加大市场增量拓展。

长期来看, 瓷砖市场规模超 4000 亿, B 端集采加速品牌集中趋势, 欧神诺近年来把握地产端工程业务放量趋势迅速扩张, 上市公司的融资优势、产能扩张和客户拓展有望助力公司打开新的成长空间。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.4 元、1.85 元、2.49 元, 对应 PE 为 15、11、8 倍, 维持“买入”评级。

图表 34: 帝欧家居 PE-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

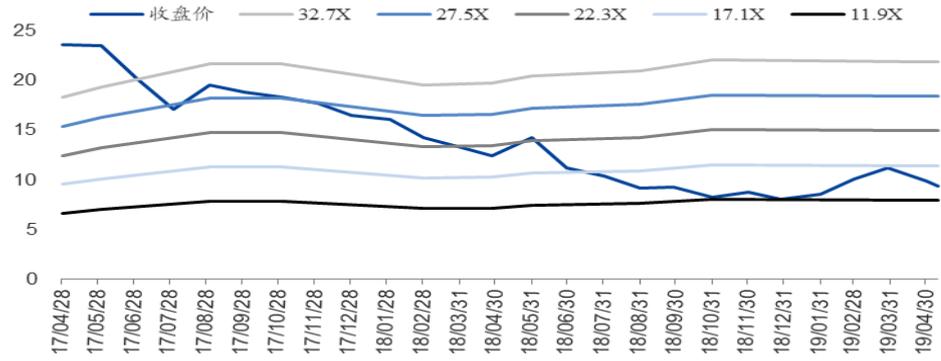
惠达卫浴: 民族卫浴品牌, 智能和整装卫浴布局助力崛起

卫浴行业: 规模平稳增长, 行业趋向整体化、智能化方向发展。卫浴产品的需求主要来源于新增住宅装修以及城镇家庭卫生洁具的更新换代, 市场规模增长趋于平稳, 2018年我国卫浴产品市场规模为 1732 亿元, 同比增长 2.49%, 增速趋于平稳。行业集中度呈现提升趋势, CR3 由 2009 年的 24% 提升至 2017 年的 38%, 但与日本 CR3 接近 90% 的集中度水平相比仍有较大上升空间。科勒、TOTO、箭牌、惠达、恒洁 CR5 为 45.6%, 中高端产品由国外品牌把持, 内资品牌与其仍有一定差距。本土上探、外资下探, 行业竞争仍然较为激烈。

全渠道运营助力公司发展, 加码布局整体化和智能化方向。1) 全渠道营销, 渠道下沉和 B 端大客户拓展是重要方向。公司拥有线上线下结合的全渠道营销体系, 涵盖标准专卖店、KA 卖场、电商渠道、工程渠道、互联网家装及异业联盟等多重渠道, 并远销海外市场; 惠达品牌专卖店超过 2900 家, 县级城市覆盖率超过 70%。在“厕所革命”政策支持和地产大客户集中采购趋势之下, 公司未来将继续通过渠道下沉、地产大客户拓展等方式继续提升市场份额。**2) 加码布局整体化和智能化方向:**公司顺应行业发展趋势和政策方向, 成立惠米科技和惠达住工, 加码布局智能卫浴和整装卫浴, 打造中国整装卫浴领军企业, 产能已在建设中并有望于今年落地投产, 新业务有望助力公司实现快速增长。

公司深耕卫浴超过 30 多年, “惠达”品牌已具备较高的市场知名度。上市后加快全渠道营销布局和产能建设, 经销端门店升级同时积极渠道下沉覆盖空白区域, 工程端重点开拓地产大客户效果显著, 产能积极投放保障规模扩张。智能和整装卫浴开拓新市场空间, 助力长远发展。我们预计公司 2019-2020 年 EPS 分别 0.81、0.95 元, 对应 PE 分别为 12、10 倍; 维持“买入”评级。

图表 35: 惠达卫浴 PE-BAND



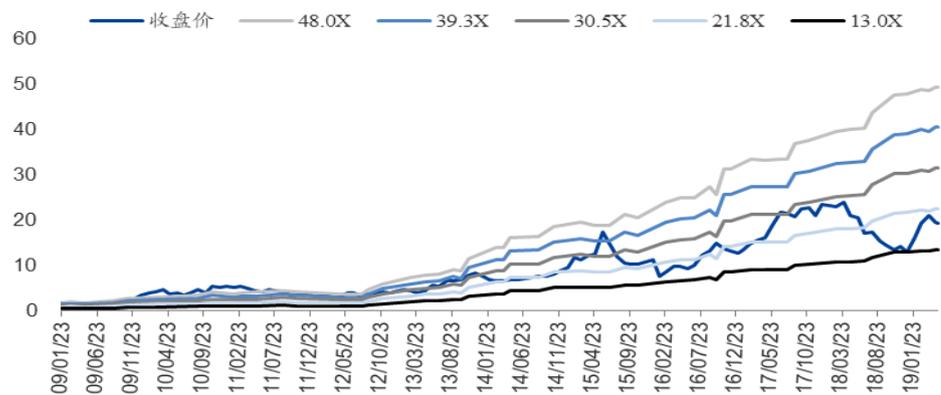
资料来源: wind、国盛证券研究所

东方雨虹: 防水龙头延续高增长, 多品类扩张开启新一轮成长

扩产能、拓渠道、多品类, 防水龙头延续高增长。公司是国内防水行业龙头, 2017 年营收规模突破 100 亿, 2018 年收入延续高增长, 同比增长 36.5%, 上市以来营收和净利润实现高速增长, 2008-2018 年复合增长率分别为 35%和 42%。行业整体需求预计平稳增长, 而地产商集中度提升和集采模式使得业务门槛提高, 同时环保趋严加速中小产能退出, 行业集中度有望加快提升, 雨虹受益明显。公司已形成了覆盖全国的多层次营销网络和完善的产能布局, 未来公司将持续借助上市平台优势, 巩固行业龙头地位, 通过产能扩张、渠道拓展、品类延伸等策略, 延续快速增长, 加速份额提升。

公司在 18 年四季度进行了战略升级和组织架构调整, 并相应进行了相关人事调整, 在继续强化自身核心竞争优势的同时寻求模式变革, 经营策略调整为“稳健经营、稳步推进”, 追求更加可持续、高质量的健康发展; 同时培育及打造新型业务板块, 努力实现从“防水系统服务商”到“建筑建材系统服务商”的转型, 多品类战略开始展露头角。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.27、1.59、1.98 元, 对应 PE 分别为 16、13、10 倍; 维持“买入”评级。

图表 36: 东方雨虹 PE-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

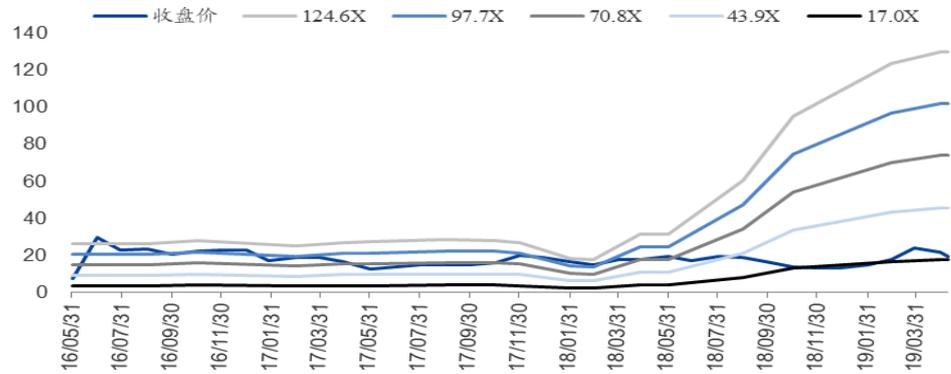
北新建材：内生外延布局长远，看好中长期投资价值

石膏板龙头，护城河深厚：北新建材深耕石膏板领域 30 余年，旗下拥有龙牌、泰山两大石膏板品牌，通过混合所有制实现了生产工艺、核心原材料、生产管控效率、财务费用、区域布局等全方位的竞争优势，目前公司市占率已经超过 60%，产能遍布全国。

产能扩张+盈利提升，业绩稳健增长：中长期来看，行业需求仍有成长空间，石膏板未来在住宅和隔墙领域渗透率提升的趋势较为确定，公司依托行业龙头地位进一步外延内生进行扩张的步伐稳定而确定，海外产能在未来几年或成为新的亮点；同时受益消费升级趋势，公司高端产品占比有望持续提升，带来整体盈利能力提升，看好中长期投资价值。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 24.9、29.7、35.2 亿元，EPS 分别为 1.47、1.76、2.08 元，对应 PE 为 13、11、9 倍；维持“买入”评级。

图表 37: 北新建材 PE-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

4、水泥行业：景气维持中高位，区域差异收窄

4.1、需求推动年初景气略超预期

年初以来全国水泥维持高位运行，略超此前市场预期。全国1-3月水泥行业营业收入1798亿元，同比增长20.7%；利润总额246.8亿元，同比增长38.8%。其中一季度水泥产量同比增长9.4%，P.O42.5散装水泥市场平均价格为438元/吨(含税到位价)，同比上涨28元/吨。

需求端的超预期表现是年初以来水泥价格强于预期的关键因素，区域景气差异显著收窄。

(1) 从需求结构上来看，除了基建延续改善外，地产新开工显示了较强的韧性，施工端亦明显回暖。从区域上来看，北方水泥需求开启修复性增长周期，泛京津冀表现尤为抢眼，西南受益基建拉动亦有不错表现，符合我们前期的判断，而华东、华南需求较为稳定，长江中下游需求略强于预期。

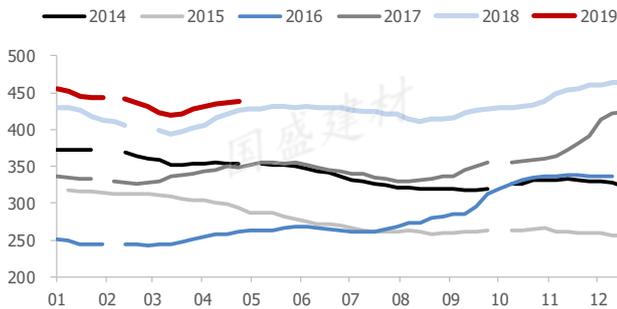
(2) 从供给端来看，北方采暖季的错峰停窑执行整体仍较为到位，“2+26”城日常环保管控力度有所加强，使得北方区域库存位于历史较低水平，而南方地区行业自律情况维持良好态势，新增产能风险缓释，也使得供给端具有较好的韧性。

(3) 因此年初以来全国水泥景气整体高位震荡，且区域差异明显收窄，特别是以京津冀为代表的北方地区景气延续改善，也验证了我们此前在年度策略《周期往复，看好京津冀水泥》的判断。

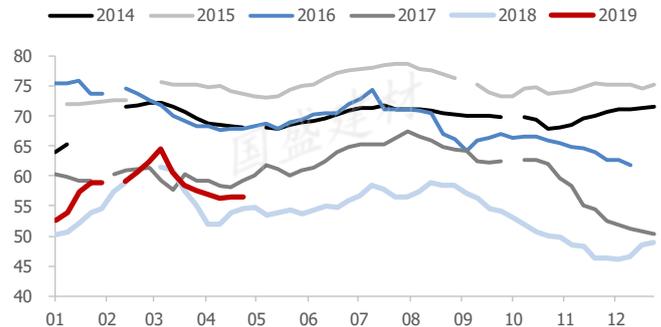
图表 38: 年初以来全国水泥价格延续高位震荡

图表 39: 全国水泥平均库位维持在较低水平

全国 P·O 42.5 含税价 (元/吨)



全国水泥平均库容比 (%)



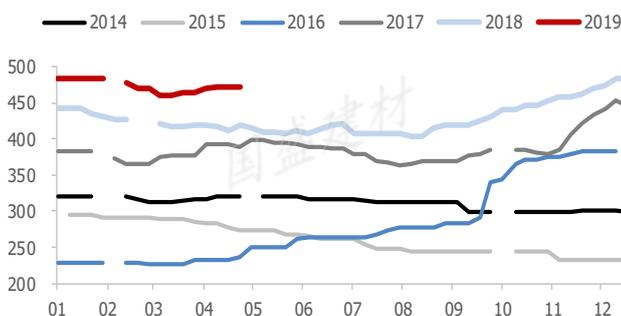
资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

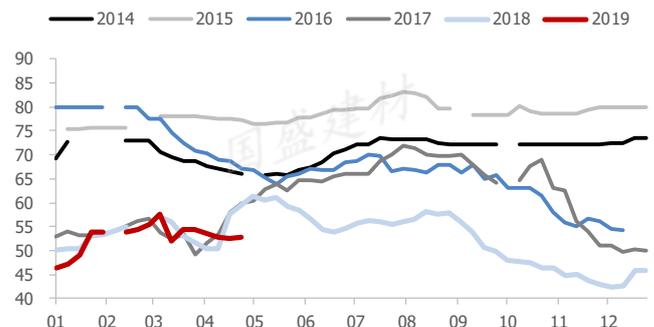
图表 40: 年初以来泛京津冀地区水泥价格走势强于季节性

图表 41: 泛京津冀地区水泥平均库位处于历史较低水平

泛京津冀地区 P·O 42.5 含税价 (元/吨)



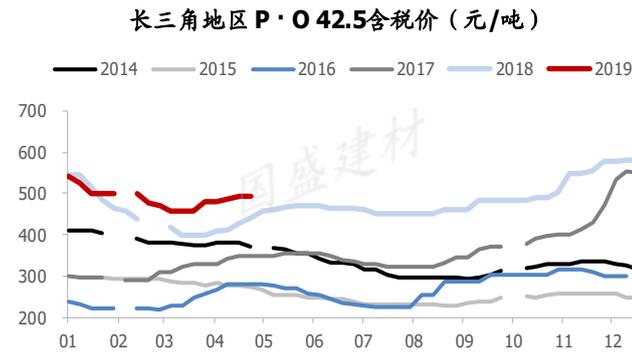
泛京津冀地区水泥平均库容比 (%)



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

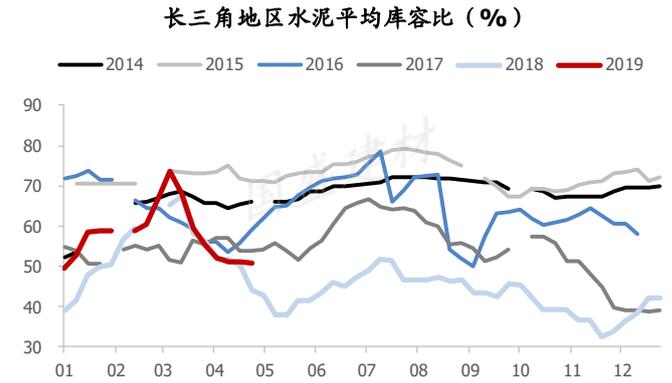
资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 42: 年初以来长三角水泥价格维持高位运行



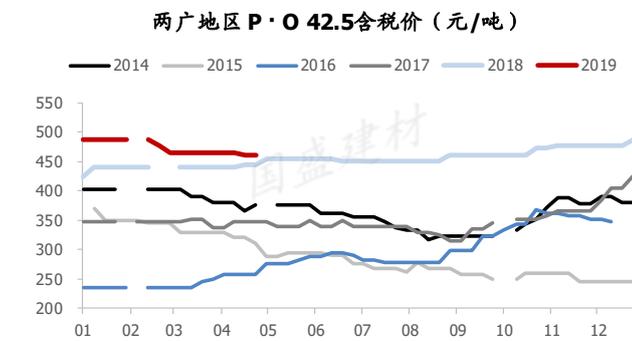
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 43: 长三角水泥库位仍处在中低位



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 44: 年初以来两广地区水泥价格略有回落



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 45: 两广地区水泥价格处于历史中枢水平



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 46: 华北及西南水泥需求增长强劲, 华东、华南地区需求具备韧性 (各省区水泥产量累计增速, %)

	2018-03	2018-10	2018-11	2018-12	2019-02	2019-03	2018、2019Q1累计
全国	-4.5	2.6	2.3	3.0	0.5	9.4	4.5
华北地区	-22.0	3.2	5.7	8.5	33.8	48.1	15.5
北京	-6.0	10.8	11.6	11.5	-17.8	-1.6	-7.5
天津	3.0	47.6	49.5	53.4	6.0	32.1	36.1
河北省	-20.1	4.1	5.4	8.0	27.8	36.3	8.9
山西省	-32.0	7.5	11.1	15.7	83.8	126.8	54.2
内蒙古	-31.5	-9.4	-6.1	-5.0	55.6	25.3	-14.2
东北地区	-16.0	-7.6	-6.3	-5.7	9.4	66.2	39.7
辽宁省	-10.3	3.7	4.9	6.2	16.1	57.9	41.6
吉林省	4.2	-18.9	-17.3	-16.6	-18.9	57.2	63.8
黑龙江省	-53.4	-17.4	-16.9	-17.5	16.6	123.2	4.1
华东地区	-6.8	3.2	1.6	3.1	4.2	12.4	4.8
上海市	0.2	1.0	-1.9	-1.6	-4.2	10.6	10.8
江苏省	-12.6	-3.4	-7.7	-2.5	-0.5	5.2	-8.0
浙江省	3.2	15.7	14.1	12.4	-4.2	8.6	12.1
安徽省	-10.6	3.5	2.3	1.8	17.3	19.9	7.2
福建省	4.1	9.9	9.5	7.6	4.8	9.7	14.3
江西省	3.9	5.5	4.4	4.7	-10.2	-2.7	1.1
山东省	-18.5	-4.6	-4.5	-0.7	28.9	40.2	14.3
中南地区	-1.1	3.4	3.7	3.7	-5.3	2.2	1.1
河南省	-17.0	0.6	0.9	5.2	19.0	24.1	3.0
湖北省	-12.0	0.2	0.4	0.6	6.5	14.3	0.6
湖南省	-1.3	2.1	1.2	-1.3	-15.6	-5.7	-6.9
广东省	11.6	5.2	5.7	5.6	-7.8	-2.0	9.4
广西省	10.7	7.7	7.5	6.3	-11.5	-5.9	4.2
海南省	10.9	6.6	13.7	11.8	-23.2	-13.1	-3.6
西南地区	3.1	7.4	7.4	6.4	-2.8	4.7	8.0
重庆市	6.2	7.5	7.3	6.9	7.5	15.2	22.4
四川省	1.8	8.5	7.7	6.2	3.4	6.3	8.3
贵州省	3.0	6.2	4.9	4.8	-19.4	-6.9	-4.1
云南省	4.7	6.4	7.2	5.9	-3.2	6.0	10.9
西藏	-24.1	20.4	43.8	42.2	36.9	28.6	-2.4
西北地区	-26.6	-8.7	-9.2	-8.2	18.6	19.7	-12.2
陕西省	-24.8	-2.2	-2.1	-0.0	17.2	17.3	-11.8
甘肃省	-24.6	-3.5	-4.6	-4.0	35.2	31.8	-0.6
青海省	-51.0	0.1	0.5	0.1	-8.6	9.5	-46.4
宁夏	-28.5	-20.0	-20.8	-20.3	35.8	13.0	-19.2
新疆	-22.6	-19.2	-20.1	-20.3	8.5	19.6	-7.5
竞争区域							
京津冀	-18.3	6.2	7.6	10.2	23.6	34.4	9.8
泛京津冀	-18.4	0.8	1.6	5.5	26.5	37.6	12.3
长三角	-7.8	4.2	1.6	3.1	3.2	10.5	1.8
两广	11.2	6.3	6.5	5.9	-9.4	-3.7	7.1

资料来源: 国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

4.2、环保强约束延续，供给风险缓释

4.2.2、“蓝天保卫战”约束性目标下环保压力仍将持续

“打赢蓝天保卫战”行动承接“大气十条”持续施加环保总量约束，2019年空气质量要求更为严格，考核评估也将强化，环保压力仍将持续。

2018年6月国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》延续“大气十条”以颗粒物浓度降低为主要目标、同时降低重污染天数的思路，明确2020年的目标和措施。2018年PM2.5浓度和优良天数比例两项约束性指标已经达到达到序时进度和年度目标要求。

《2019年全国大气污染防治工作要点》明确新的更高的空气质量目标，要求全国未达标城市细颗粒物（PM2.5）年均浓度同比下降2%，地级及以上城市平均优良天数比率达到79.4%；全国二氧化硫（SO₂）、氮氧化物（NO_x）排放总量同比削减3%。此外，文件亦明确“将《三年行动计划》落实情况纳入污染防治攻坚战年度考核，秋冬季期间，每月通报重点区域大气污染综合治理攻坚战实施情况，对完不成任务的严肃问责，对环境空气质量改善进度缓慢或恶化的地区，每季度开展预警”。其中，京津冀区域全年大气污染防治工作目标更为严格，《河北省2019年大气污染防治综合治理工作方案》要求全省PM2.5平均浓度较2018年下降5%以上，高于全国考核指标。

图表 47: 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》与《2019年全国大气污染防治工作要点》以及2016-2018年完成情况

工作目标/完成情况	PM2.5 未达标地级及以上城市浓度	地级及以上城市空气质量优良天数比率
打赢蓝天保卫战三年行动计划（2020年）	未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上	80.0%
2016年完成	实际同比下降8.8%	78.8%
2017年完成	实际同比下降5.9%	78.0%
2018年完成	实际同比下降10.4%	79.3%
2019年全国大气污染防治工作要点	未达标地级及以上城市浓度比2018年下降2%	79.4%

资料来源：生态环境部、国盛证券研究所

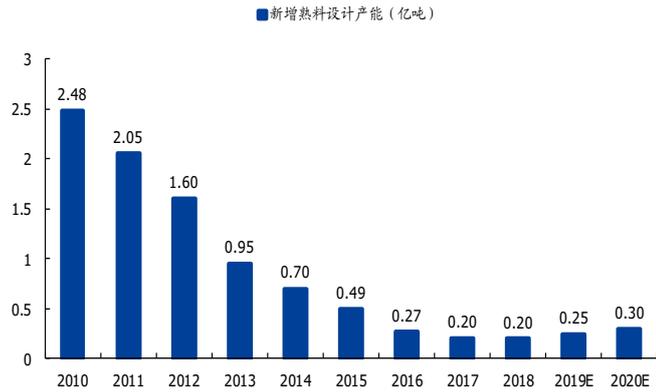
4.2.3、环保强约束下供给风险缓释，水泥供给端具备韧性

高景气下供给端仍将面临一定考验，但在2019年-2020年环保的强约束下，产能发挥限制因素同比难言放松，我们认为个别区域的新增供给和错峰政策风险将缓释，加之行业格局的优化，供给侧具备韧性。

（1）今年新增产能压力尚可，对整体景气影响较小

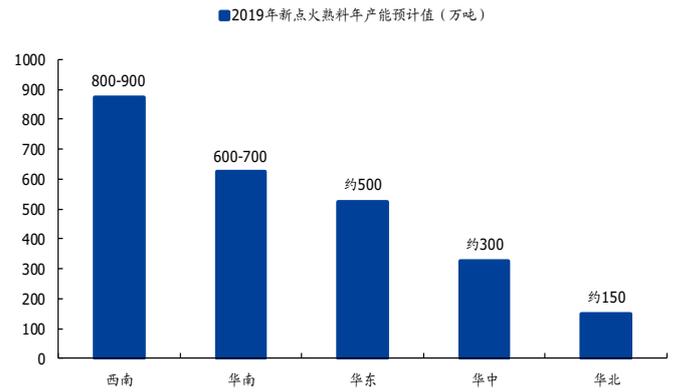
根据数字水泥网2019年全年新增产能约2500万吨，相当于现产能的1.3%左右，但从媒体报道情况来看，截至目前新投产生产线较少，可能也受到环保等因素影响，预计全年新增产能规模维持低位。今年预计新增产能集中在西南的云南和华南等产能利用率相对较高的区域，对应的区域市场或将面临再平衡的过程，但考虑到云南地区需求增长情况良好，且市场较为封闭，华南地区集中度高，我们判断对区域整体景气影响是基本可控的。

图表 48: 2019 年全国新增水泥熟料产能规模预计维持低位



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 49: 2019 年全国新点火熟料产能规模最大的区域为西南、华南地区

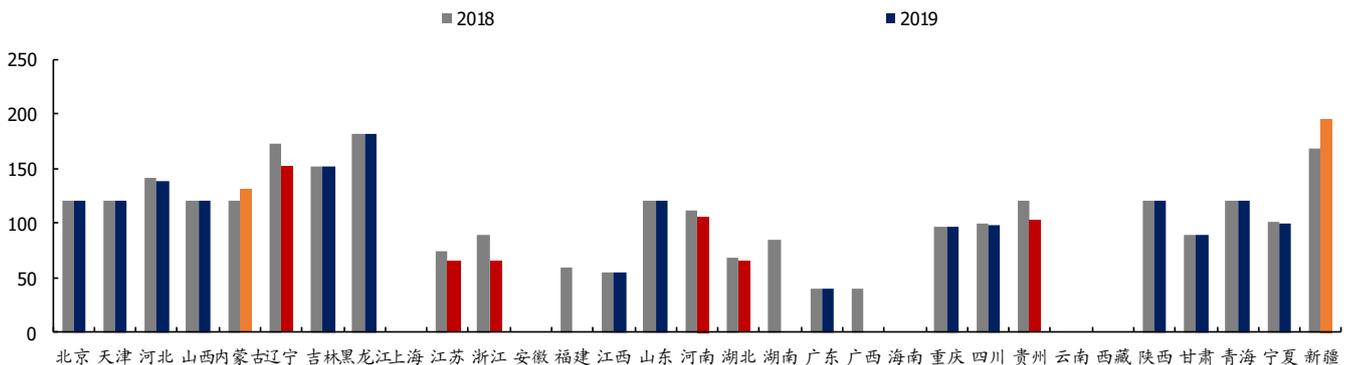


资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

(2) 环保总量约束下水泥供给放松空间有限, 泛京津冀非采暖季的管控力度可能会进一步加强

首先从今年各省区已出台的错峰生产方案来看, 短期错峰生产模式未有明显变化, 个别省份文件对错峰生产天数的要求有所调整, 我们测算全年剔除错峰后熟料供应能力同比增长 1.4%, 不存在突出的供给矛盾。具体来看, 错峰天数要求变化的省份主要是基于 18 年实际供需变化情况调整, 错峰天数要求明显增加的省份主要是内蒙古和新疆两个产能过剩非常严重的省区, 2018 年两地均面临需求的进一步下滑, 因此延长错峰时间以缓解供需矛盾。错峰天数要求明显减少的省份主要是华东、华中的湖北以及西南的贵州和东北的辽宁。其中江浙两省均属去年供不应求存在缺口的区域, 且去年浙江停窑天数并未完成计划, 辽宁错峰时间缩短, 是受到今年复工提前的影响, 且夏季错峰计划还未明确, 因此江浙和辽宁今年实际供给增幅空间有限。值得一提的是, 河南和四川是错峰时间上全面推行差异化的省份, 对执行的有效度可能有影响, 但从河南去年底以来的情况来看, 行业自律能够应对短期的不利波动, 因此难以冲击到整体供需关系。

图表 50: 从已出台的文件来看, 2019 年错峰生产力度基本维持, 个别省份依据 2018 年情况有所调整



备注: 标黄为 2019 年文件要求错峰天数明显增加的省份, 标红为 2019 年文件要求错峰天数明显减少的省份。但部分南方省份因需求旺盛等原因 2018 年错峰天数未达到计划天数。

资料来源: 各地政府网站、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 51: 2019 年错峰生产方案发生变化的省份梳理

地区	2017-2018 年度错峰安排		2018-2019 年度错峰安排		变化说明
	采暖季错峰安排 (2017-2018 年度)	非采暖季错峰安排 (2018 年度)	采暖季错峰安排 (2018-2019 年度)	非采暖季错峰安排 (2019 年度)	
河北	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日期间实施错峰生产。	1. 全省水泥熟料企业自 8 月 10 日 0 时至 8 月 20 日 0 时实施停窑限产, 共 10 天。 2. 唐山地区: 2018 年 3 月 16 日至 11 月 14 日, 水泥窑限产 30%, 相当于停产 72 天。	<p>省级文件:</p> <p>对承担协同处置城市垃圾、污泥、危险废弃物任务的企业, 冬季错峰生产集中停窑 60 天, 对承担居民供暖任务的企业, 在采暖季期间压减 30% 生产负荷 (折合停窑 36 天), 待采暖季结束后补足错峰生产停窑天数的 70%, 即补停 84 天, 合计停窑 120 天。对承担保障重点工程项目任务的生产线, 在采暖季期间集中停窑 75 天。</p> <p>对非承担保民生任务企业及生产线, 采暖季期间 (2018 年 11 月 15 日至 3 月 15 日) 全部停窑, 共 120 天。对采暖季期间, 地方政府要求另外停窑的, 其停窑绩效计入本次错峰生产停窑。</p>	<p>唐山市:</p> <p>(1) 第一阶段 (3 月 1 日至 31 日), 水泥行业 (含粉磨站), 除涉及居民供热、处置生活污水的水泥窑外全部停产。</p> <p>水泥行业 (含粉磨站) 4、8、9 月份, 区域二内所有水泥企业轮流停产, 每家企业停产时间不少于 45 天。5、6、7 月份区域一内所有水泥企业轮流停产, 每家企业停产时间不少于 46 天。</p> <p>丰润区冀东水泥有限公司唐山分公司、滦州市冀东水泥有限公司滦县分公司、滦南县耀东水泥、古冶区冀东启新水泥按照核定处置污染的最低负荷生产。</p>	目前已出台文件力度没有变化, 唐山地区执行更为严格
辽宁	大连市: 停窑时间 5 个月, 2017.11.15-2018.4.15。 其他城市: 停窑时间 6 个月, 2017.11.1-2018.4.30。 (实际辽南停窑至 3.31, 辽中停窑 4.15, 辽宁 5 月份补停窑 15 天)	确定 6 月 1 日至 6 月 15 日错峰停窑, 计划在 7、8、9 每月错峰 15 天。	大连: 2018.11.5-2019.4.5; 其他城市: 2018.11.1-2019.3.31。		受复工等因素影响, 开窑时间有所提前。夏季错峰未明确。
江苏	原则上上一季度停产 45 天, 梅雨和高温期间停产 30 天		停窑总天数为 65 天, 停窑时段、天数、时间 (其中春节期间 1 月 1 日~3 月 31 日停窑 30 天		文件要求停窑天数减少
浙江	春节前后 (1 月 15 日-2 月 20 日) 统一限产 35 天, 梅雨、高温季节 (6 月-8 月) 统一限产 30 天, 国庆节前后统一限产 10 天, 秋冬雾霾的高发期统一限产 15 天。		2018 年运行的生产线, 每条年错峰停窑时间 65 天, 其中: 春节期间 (1.10~3.15) 停窑 35 天, 梅雨高温季节 (6.1~8.31) 停窑 20 天, 四季度 (10.1~12.31) 停窑 10 天。对开展协同处置城市		文件要求停窑天数减少, 但 2018 年因需求旺盛为达到计划天数

		<p>生活垃圾及危险废弃物的水泥窑生产线也一并纳入错峰生产范围。</p> <p>2018年11月15日-2019年3月15日执行错峰生产,达到超低排放标准(预计达到50%的比例)可豁免2019年1-2月的错峰生产。</p>
<p>河南</p>	<p>京津冀大气污染传输通道城市于2017年11月15日至2018年3月15日,全部停产。6月1日至30日、8月1日至30日、8月25日至9月15日(开二停一)其余:2017年11月15日至2018年1月20日,全部停产;2018年2月11日至3月15日,全部停产。</p>	<p>1月份豁免错峰生产企业,开窑时间视市场需求形势而定,其中20天为固定生产,10天为机动生产。假如下游需求表现较差,1月各企业将生产20天,另外10天进行自律停产。</p> <p>2月份豁免错峰生产企业,除了协同处置预计有10几条生产线正常生产以外,其他生产线将全部自律停产。</p> <p>开二停一(3、6月停窑)</p> <p>实施差异化错峰,设置豁免条件</p>
<p>湖北</p>	<p>全省水泥熟料生产线全年停窑时间不少于60天,其中:1、2、11、12月累计停窑不少于45天;承担协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的水泥窑生产线,可不全面实施错峰生产,其错峰生产计划实行单独报备。2018年下达各线停窑天数,平均计划停窑时间为79.4天。</p>	<p>42家水泥企业58条生产线参与错峰生产,总停窑天数3790天,平均每每条线停窑65.3天。</p> <p>文件要求停窑天数减少</p>
<p>四川</p>	<p>全年不少于100天:其中2017年11月至2018年2月冬春错峰生产天数不少于50天,酷暑时节30天,雨季及环境敏感时期20天。</p>	<p>攀枝花市、广元市、巴中市、阿坝州、甘孜州、凉山州等环境空气质量年均浓度达标市(州)的水泥企业全年错峰基准天数为90天(其中,11月至次年2月错峰基准天数不少于40天),其余地区的全年错峰基准天数为100天(其中,11月至次年2月错峰基准天数不少于50天)。</p> <p>根据超低排放改造情况,将水泥企业按照污染排放水平分为A、B、C、D四类,在基准天数基础上按相应比例执行错峰生产</p> <p>实施差异化错峰</p>
<p>贵州</p>	<p>累计不少于120天,其中冬春季(第一季度)30-45天</p>	<p>贵州省74家水泥熟料生产企业,84条生产线全部参与错峰生产。</p> <p>(1)黔中地区和黔北地区错峰停产时间为90-120天,其中,承担协同处置生活垃圾和市政污泥生产线停产90天(1季度30天,2~4季</p> <p>黔中黔北以外地区错峰时长缩短</p>

新疆

和田 2017 年 12 月 1 日至 2018 年 3 月 1 日共计 3 个月；
喀什、克州 2017 年 11 月 16 日至 2018 年 3 月 16 日共计 4 个月；
阿克苏、巴州 2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 1 日，共计 5 个月；
乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业（含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司）2017 年 11 月 1 日至 2018 年 5 月 16 日，共计 6 个半月；
其它地州市 2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 16 日，共计 5 个半月。

度分别 20 天）、其他生产线停产 120 天（1 季度 45 天，2~4 季度分别为 25 天、30 天和 20 天。

除黔中和黔北区域外的其他区域停产时间为 60~90 天，其中，承担协同处置的生产线停产 60 天，其他生产线停产 90 天。

和田 2018 年 12 月 1 日至 2019 年 3 月 1 日、2019 年 4 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日，共计 4 个月；

喀什、克州 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 1 日、2019 年 4 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日，共计 5 个月；

阿克苏、巴州 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 4 月 1 日、2019 年 5 月 1 日至 2019 年 6 月 1 日共计 6 个月；

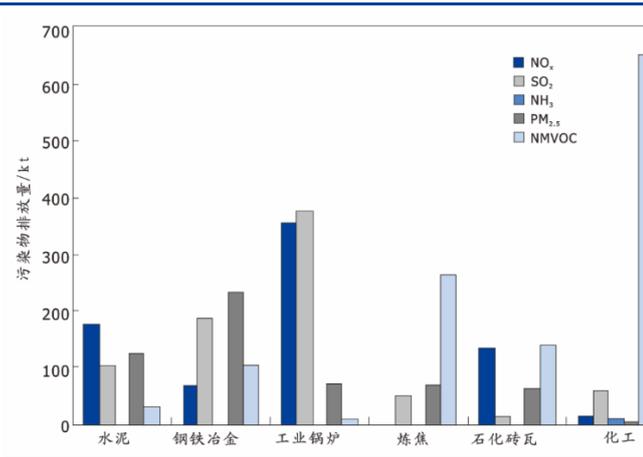
其他地市州 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日、2019 年 6 月 1 日至 2019 年 7 月 1 日，共计 7 个月。

错峰时间延长

资料来源：数字水泥网、地方政府网站、国盛证券研究所

此外全国一季度 PM2.5 浓度同比上升 1.9%，特别是重点区域中“2+26”城、汾渭平原自身空气质量排名居全国末位，且 PM2.5 浓度分别同比上升 8.4%、9.2%，因此全年达标压力仍然较大。水泥行业作为“排放大户”仍然是空气质量管控的重点对象（以京津冀地区为例，水泥是第二大的 PM2.5 和氮氧化物排放工业子部门），因此若原有采暖季错峰生产模式弱化，重污染天气应急管控等其他环保限产方式将发挥更重要的作用。目前唐山等地已经实施了更为严格的非采暖季管控措施，后续泛京津冀区域的管控力度或继续加强。

图表 52: 京津冀地区各工业子部门污染物排放量



资料来源：《环境科学》期刊、国盛证券研究所

图表 53: 1-3 月全国 PM2.5 浓度有所上升

2019 年 1-3 月	全国	京津冀及周边地区	长三角地区	汾渭平原
PM2.5 浓度同比变化	+1.9%	+8.4%	-1.6%	+9.2%
优良天气比例同比变化	+0.1pct	-3.8pct	-2.1pct	-1.0pct

资料来源：生态环境部、国盛证券研究所

(3) 行业格局的优化使得供给侧更具韧性

上游矿山治理、物流整治、环保强化以及差异化电价等政策提升了成本曲线斜率，龙头企业的竞争优势更为凸显，行业自律也进一步优化。此外，北方区域性平台公司的成立对解决区域产能过剩的问题、提升行业效益也将发挥积极的作用。

中长期来看，水泥行业去产能的长效机制仍未建立，现有产能置换政策下“僵尸”产能借机“复活”可能带来有效产能净新增的风险，去产能的进展是重要的观察点。其中置换产能将从2019年下半年开始逐步释放，因此2020年新增供给压力边际上可能大于2019年，我们预计后续产能置换政策实施细则完善以及减量置换比例提升等政策有望落地，加以进一步解决。此外去产能专项资金等路径已经明确，目前在稳步推进，长期有望成为过剩产能退出的市场化通道。

4.3、区域景气差异继续收窄，继续看好京津冀

需求具备韧性的基础上，随着供给风险缓释，我们预计水泥行业景气维持正常季节性规律震荡。中性假设下，我们预计下半年运转率基本持平，虽然全国理论供给能力增长2.0%，需求增长1.0%，但因长三角等地理论供给能力增长主要是因为文件要求错峰天数减少，实际供给增长可能小于供应能力。

图表 54：2019 年全国主要区域理论供需预测

	理论供给预测——同比增速 (仅考虑新增产能、政策变化导致错峰停窑率、停窑时长的变化)		需求预测——同比增速		说明
	2019H2	2019	2019H2	2019	
京津冀	3.0%	1.5%	6.0%	11.2%	供给能力增长主要是因为河南差异化错峰政策，其他区域错峰方案变化不大。且今年以来区域环保维持高压，唐山等地非采暖季错峰执行比去年更为严格，实际供给持续受限。
泛京津冀	1.6%	0.9%	3.8%	9.1%	
长三角	4.0%	3.4%	-1.4%	1.1%	供给能力增长主要是因为江苏、浙江文件要求错峰天数略有减少。但一方面江浙两省均属去年供不应求存在缺口的区域，且去年浙江停窑天数并未完成计划，实际错峰天数同比变化幅度小于文件幅度。另一方面，华东市场集中度高，协同良好，供给可控。加之环保因素制约，因此实际供给增幅可能明显小于理论供给能力增幅。
两广	3.5%	2.5%	-1.0%	-0.9%	供给能力增长主要受区域新增产能影响。但两广产能利用率高，市场格局较好，且需求具备一定增长潜力，因此对区域中期整体供需关系影响不大。
西南	4.0%	3.5%	2.6%	3.3%	供给能力增长主要受云南和贵州新增产能影响，但由于区域市场较为封闭，短期新增供给对整体景气冲击相对有限。此外云南、川渝基建需求旺盛，在新一轮西部大开发规划中定位较高，新增产能有望得到消化。
西北	-0.3%	-3.9%	4.2%	5.9%	供给能力主要受新疆文件要求错峰天数增加影响，其他省份错峰政策基本维持，供需边际变化主要受需求端影响。
全国合计	2.0%	1.4%	1.0%	3.0%	

资料来源：数字水泥网、各地政府网站、国盛证券研究所

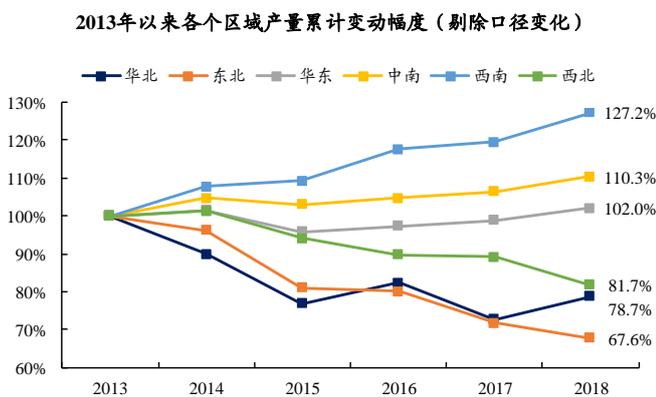
区域与区域之间景气变化的差异是更值得关注的地方，其中重点看好北方市场景气的持续改善，尤为看好京津冀水泥。

北方水泥需求去年四季度以来的持续回暖标志着修复性增长周期的开始，在当前低景气基础上，运转率的提升将逐步修复价格弹性，景气中枢有望继续上移。需求上，南北水泥需求的分化在近五年加剧，其中三北地区整体需求均经历了持续的下滑。“区域协调发展”国家战略叠加基建复苏推动的此轮北方水泥需求的修复性增长具备持续性，其中京津冀地区受益于国家战略和区域人口基础，其需求回暖的强度和持续性将更为突出，西北地区随着新一轮西部大开发的实施，需求也将受到进一步提振。在供给上，泛京津冀、陕西等地空气质量压力仍为全国最大的区域之一，面临环保总量强约束，且区域平台公司有望逐步在化解东北、内蒙等产能严重过剩地区供需矛盾上发挥积极作用。

4.3.1、京津冀：未来区域景气有望复制前两年华东走势，重点推荐冀东水泥

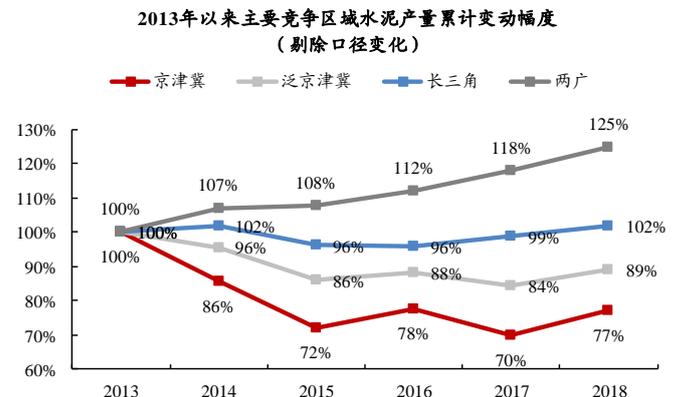
京津冀地区是北方水泥核心市场之一，也是此轮需求反弹力度和持续性最好的区域。以往京津冀区域开春后因集中开窑及高库位基础面临较大库存压力，价格表现相对较弱，但今年以来在低库存基础上呈现库降价升的走势，反映区域供需已得到实质性的持续改善。4月以来发货量继续高增，雄安本地建设项目密集启动带来的需求增量后续将逐步释放，在环保保持高压之下，未来区域景气有望复制前两年华东走势。重点推荐冀东水泥。

图表 55: 2013 年以来南北水泥需求分化加剧



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

图表 56: 2013 年以来京津冀需求累计下滑幅度超过 20%



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

冀东水泥:

- 京津冀水泥需求潜力大，中期京津冀区域水泥市场容量有望扩大 20%。“雄安债”、相关地方债发行以及政策性银行等支持强化资金保障，区域基建投资和水泥需求持续加速。
- “蓝天保卫战”施加供给强约束，京津冀及周边地区空气质量居全国末位，环保任务重，产能发挥受到大气污染治理的刚性约束。
- 冀东金隅合并之后，市场协同有效性和内部管理有效性均得到提高，唐山、吉林的水泥平台公司将正式运行，格局更为优化。
- 基于春节后量价超预期和环保严格限产，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 30.5、39.7、44.8 亿元，对应市盈率 7.2、5.5、4.9 倍，维持“买入”评级。

图表 57: 冀东水泥 2018-2020 年盈利预测简表

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
水泥及熟料综合销量	万吨	9664	11963	12561	12812
YOY			12%	5%	5%
吨均价	元	291	313	326	334
吨毛利	元	89	115	128	136
吨净利	元	26	46	58	65
少数股东损益占比		42%	48%	48%	48%
归母净利润	万元	148323	305185	396854	447769
EPS		1.10	2.27	2.94	3.32

备注: 2019 年销量口径与少数股东损益占比变化因冀东金隅第二批重组所致

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

4.3.2、西北: 基建回暖, 景气有望稳步上行, 推荐“西北三水”

西北水泥市场格局良好, 基建持续发力推动区域需求回升, 景气有望稳步上行。西北地区基建需求占比高, 受益流动性环境改善和基建补短板, 区域水泥需求迎来恢复性增长, 一季度已现较快反弹。新一轮西部大开发、一带一路以及城市化率提升支撑中长期水泥需求。此外, 西北区域水泥公司之间同业竞争预期的解决将优化存量格局, 外部环境稳步改善, 中期盈利中枢具有继续向上的潜力。

推荐西北水泥标的祁连山、天山股份、宁夏建材。PB 估值处于历史低位, 也是水泥板块中较低的标的之一, 现股价安全边际高。稳基建推动未来两年区域景气有望稳步上行, 同时可关注蕴含的西部大开发、国企改革等主题投资机会。

祁连山:

- 2019 年区域景气有望回升, 参与西藏市场提供新增长。甘青水泥市场格局良好, 错峰生产严格执行下产能利用率已处较高水平, 且环保高压下矿山资源管控明显收紧。随着存量项目推动需求, 区域景气有望回升。公司在西藏核心区域建设 260 万吨产能, 建成后有望贡献明显利润增量。
- 股价安全边际高。当前公司 ROE 水平处历史中枢位置, 当前市净率 1.07 倍, 属历史底部区域, 股价具备较高的安全边际。
- 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 8.25 亿元、8.96 亿元和 10.15 亿元, 对应市盈率 7.5、6.9 和 6.1 倍, 维持“增持”评级。

宁夏建材:

- 宁夏市场 2019 年景气有望稳中向好。一是 2019 年基建补短板落地有望提振区域基建需求, 区域水泥需求有望企稳回升, 而再度明显下滑的概率较小。二是宁夏市场内部集中度较好, 且 2019 年无新线投产, 竞争格局较为稳定。三是宁夏已经是全国水泥价格的“洼地”, 银川与呼和浩特并列水泥价格最低的省会级别城市, 周边蒙西市场格局也在改善, 不会对宁夏市场产生严重冲击。区域盈利的改善幅度取决于基建投资的拉动。若需求的反弹超出预期, 公司亦具备一定的盈利弹性。
- 公司是市净率最低的西北水泥股, 具备较高安全边际。公司当前市净率仅为 0.82 倍, 低于历史上 1.3 倍左右的中枢水平, 不仅是西北水泥股中市净率最低的标的, 也是 A 股中市净率次低的水泥股, 仅高于亚泰集团, 但 ROE 水平好于亚泰集团。当前宁夏水泥价格属于全国“洼地”, 随着宁夏及周边区域的稳步改善, 公司 ROE 水平具备进一步向上修复的空间, 盈利波动性也在收窄, 因此当前不足 1 倍的市净率水平下具备较高的安全边际。西北区域水泥公司之间同业竞争的解决预期也会导致估值

的波动。

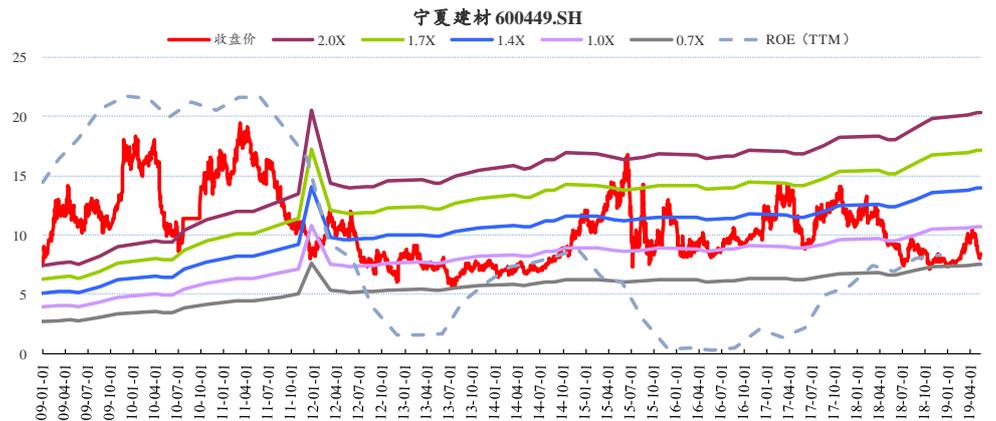
- 我们预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 3.76 亿元和 4.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.79 元和 0.87 元，对应市盈率 10.6 倍、9.6 倍，维持“增持”评级。

图表 58: 祁连山市净率 (PB) 处于近 10 年来的底部



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 59: 宁夏建材市净率 (PB) 处于近 10 年来的底部, 且为板块最低之一 (PB-band 图)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

4.3.3、华东、华南、西南: 景气高位震荡, 龙头长期价值凸显

华东、华南和西南景气维持高位震荡, 预计年内将呈现正常的季节性规律震荡。上述区域产能利用率较高, 市场格局良好, 供给侧具备韧性。从中期角度来看, 长三角和珠三角地区经济发展水平高、地方财力强, 需求具有较强韧性, 景气基础未有变化。西南的川渝滇地区在新一轮西部大开发规划中定位较高, 在建项目体量可观, 中期需求的增长仍具备一定持续性, 新增产能压力消化后, 景气乐观看待。因此海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青等南方水泥龙头企业高 ROE、高现金流和高分红价值属性凸显。

此外, 随着现有差异化调控的完善以及“二代水泥”推广带动的行业技术和装备水平提升, 企业之间或迎来进一步分化, 上市龙头水泥企业将充分享受市场化、差异化的红利。

图表 60: 高盈利下南方水泥股息率水平较好

代码	简称	2019.5.13 收盘价	EPS		分红率		股息率	
			2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E
600585.SH	海螺水泥	38.31	5.63	5.87	30%	30%	4.41%	4.60%
600801.SH	华新水泥	25.40	3.46	3.84	33%	40%	4.53%	6.05%
000672.SZ	上峰水泥	11.76	1.81	2.13	22%	30%	3.32%	5.43%
000789.SZ	万年青	12.96	1.85	2.25	43%	43%	6.17%	7.49%
002233.SZ	塔牌集团	11.08	1.45	1.67	59%	59%	7.67%	8.85%

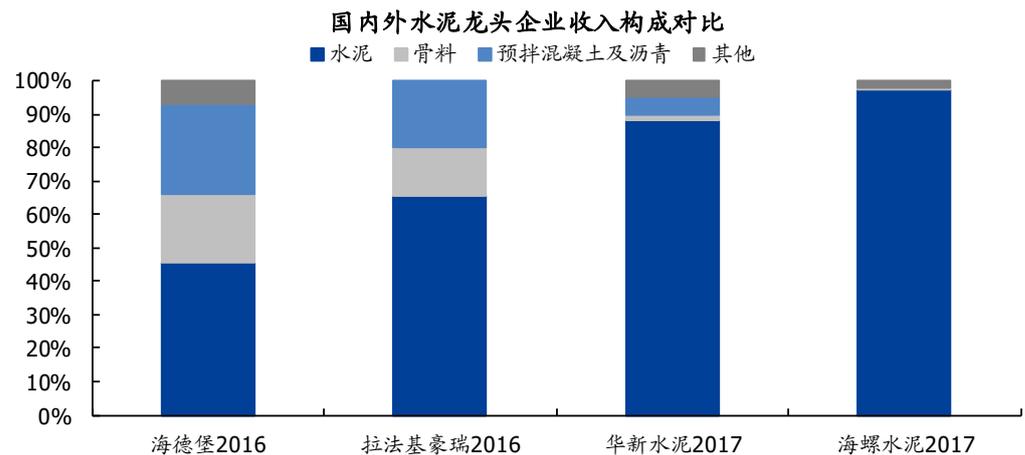
备注: 上述公司盈利预测为 Wind 一致预测数值

资料来源: Wind、国盛证券研究所

海螺水泥: 长期价值被低估

- **优质资源叠加优秀管理造就不可复制的成本优势。**(1) 优质矿山储量大, 原材料成本低廉, 随着国家对山石资源管控增强, 石灰石资源价值大幅提升。(2) 享有稀缺的优质码头资源, 物流环节优势突出。(3) 高运转率+低固定资产净值使得单位固定开支亦低于同行。
- **全球拓展及产业链延伸(骨料、混凝土)潜力大。**(1) 海外加快布局, 中期规划形成 5000 万吨海外产能。(2) 快速发展骨料, 依托 100 多亿吨的矿山储备资源量, 中期规划达到 1 亿吨产能。(3) 试水混凝土这一容量接近水泥的市场, 随着行业逐渐规范, 叠加水泥企业产业链优势, 具备可观潜力。
- **净现金流价值可观, 长期价值被低估。**保守假设下(如下表所示)假定海螺水泥长期盈利的底部为 150 亿元, 我们依据公司当前资本成本测算出公司权益净现金流价值超过 2400 亿元, 显著高于当前股票市值, 长期价值仍被低估。

图表 61: 国外水泥龙头企业产业链延伸取得突出成果



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

图表 62: 海螺水泥净现金流价值测算

项目(单位: 百万元)	预测 FCFF			过渡阶段 (10年)	永续阶段 FCFF
	2018	2019E	2020E	2021-2030	2031-
EBIT	39,408.27	35,819.78	29,121.43	-	
财务费用	-474.09	-572.03	-712.36	-	
加: 税后利息费用	-366.50	-441.38	-549.66	-	
息前税后利润 (NOPLAT)	30,465.22	27,638.72	22,470.23	-	15,000.00
加: 折旧与摊销	4,953.41	4,689.79	4,984.06	-	3,000.00
营业现金毛流量	35,418.63	32,328.51	27,454.30	-	18,000.00
减: 营运资本投资	6,697.51	-450.39	-1,320.11	-	0.00
经营现金净流量	28,721.12	32,778.90	28,774.41	-	18,000.00
减: 资本支出	417.51	4,500.00	4,100.00	-	3,000.00
FCFF	28,312.74	28,278.90	24,674.41	(假定 FCFF 恒定 速度递减)	15,000.00
现值 PV	28,312.74	26,191.44	21,166.08	109,066.39	74,988.68
现值合计	259,725.33				
债务价值	10,233.50				
少数股东权益	3,728.96				
公司内在价值	245,762.87				

其他假设:

WACC=7.97%

(beta=1.073: 选取近三年平均 beta, 无风险利率=3%, 市场预期收益率=8%)

永续 FCFF=15000: 此处选取保守假设。存量市场中海螺水泥维持单吨 20-30 元的成本优势, 水泥行业维持 5%-10% 的合理利润率), 销量保守假设不变 (考虑水泥需求下滑、公司份额提升+海外扩张)

资料来源: Wind、国盛证券研究所

风险提示

下游基建及房地产行业波动风险

行业与房地产、基建工程、家居装饰装修具有密切的相关性，其发展很大程度上依赖于国家基础设施建设及房地产的投资情况，若市场景气度不佳或未达预期，将会导致经营受到不利影响的风险。

行业竞争风险

多个细分行业市场化程度较高，市场集中度较低，中小企业同质化竞争、采取价格战等方式争夺市场份额，在一定程度上对品牌企业形成冲击和影响。行业内公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

原材料价格大幅波动风险

原材料市场价格出现较大幅度波动，成本控制将承受压力，盈利水平可能受到一定影响。

应收账款风险

下游客户主要为地产商、工程商的企业，未来存在因应收账款发生坏账影响公司经营业绩的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com