

建筑材料

 证券研究报告
 2019年08月14日

水泥玻璃持续高增，看好旺季量价表现

水泥：1-7月全国累计产量12.6亿吨，同比增长7.2%，去年同期为下降0.3%；其中，7月单月产量2.1亿吨，同比增长7.5%，环比基本持平。

点评：无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求延续较高增幅，我们判断原因包括，1) 房地产新开工、施工保持韧性，尤其施工单月同比明显加快，分区域看，中西部地产开发投资表现更突出；2) 北方需求同比显著改善，例如磨机运转率达66%，同比提高3.3个百分点；3) 新增产能影响（今年H1新增熟料产能超过660万吨，2018年新增2043万吨）；4) 部分区域基数影响，例如江苏镇江去年7月企业限产50%持续近一个月，月底南京信宁和中国水泥厂加入短期停产，造成供给基数偏低，今年7月江苏磨机运转率同比提高5个百分点。
下游需求角度看，1-7月固投（不含农户）同比增长5.7%，增速比前值回落0.1个百分点，7月单月环比增长0.43%。直接影响水泥需求的地产和基建保持稳定增长，其中，房地产开发投资继续保持较快增速，1-7月累计同比增长10.6%，比前值下降0.3个百分点。房屋新开工面积累计同比增长9.5%，增速比前值下降0.6个百分点，7月单月同比增长6.56%（前值8.88%）。近年来施工增速持续低迷，进入2019年加速明显，施工逻辑可持续，1-7月累计同比增速9%，环比前值提高0.2个百分点，7月单月同比增速明显加快，达到15.68%（前值9.52%）；除2019年外，前次累计增速超过8%的时点发生在2014年12月（累计同比9.2%）。基建投资不含电力口径同比增长3.8%，增速比前值回落0.3个百分点，与2018年全年增速持平，道路、铁路投资增速分别为6.9%、12.7%，增速比前值分别回落1.2、1.4个百分点，2018年全年增速为8.2%、-5.1%。

短期关注旺季开启时点，预计8月受台风影响，浙江价格上调推迟至8月中下旬，此外关注事件性停产对水泥量价节奏的影响。根据不完全统计，下半年可能带来区域停产停工的事件包括：成都（世警会，8月8日-18日），北京（国庆70周年活动，10月），武汉（军运会，10月18日-27日），上海（进博会，11月5日-10日），郑州（少数民族运动会，9月8日-16日）等。活动前与活动期间可能出现临时性工地停工、工厂停产，活动结束后可能出现赶工现象，一定程度影响季节性供需表现，由此带来供需关系的调整，从而引起量价的超预期变化。此外，环保力度持续超预期，例如唐山8月初环保限产仅5条线正常生产，17条线停产，邯郸和邢台地区要求水泥停产比例不低于20-40%，河南产线环保管控下停产30%等。建议继续关注海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、祁连山、天山股份。

玻璃：旺季即将来临，短期看好价格走高。7月全国平板玻璃产量7801万重箱，同比上升5.5%，环比下降4.2个百分点；1-7月累计产量5亿4314万重箱，同比上升7%。

点评：据中国玻璃期货网数据显示，19年7月末产能9.23亿重箱，产能同比下降2.0%。18年年初玻璃价格高，企业加快复产，导致玻璃产能恢复较多，因此整体产能基数在18年下半年逐渐走高，今年玻璃价格水平较低，企业复产意愿不强，叠加高基数影响，供给端继续呈现稳定收缩的态势。1-7月份全国玻璃产线共冷修了13条线，合计减少产能9100吨日熔量，符合我们之前对19年是冷修大年的判断；冷修复产11条，新建产线2条，合计增加产能8750吨日熔量，整体看产能趋于平稳收缩态势。库存影响着玻璃价格的短期变化，可以看出4月之后行业整体库存开始下降，7月末库存比4月末高点下降446万重箱，价格也有所反弹，从不到1500元/吨，增加到当前的1536元/吨，一方面是产能略微收缩，另一方面是需求开始逐步恢复。但是整体库存仍然比较高，7月末厂家库存同比增幅仍有28.5%，往后看玻璃企业还是以去库存为主。成本方面主要原料纯碱价格依旧在低位，短期来看，随着玻璃价格走高，企业的盈利情况有望继续改善。7月玻璃价格延续6月涨势，随着“金九银十”旺季到来，玻璃价格有望保持涨势，但是长期来看需求端的改善情况决定玻璃价格涨幅和延续性。

消费建材：行业筑底考验内核，关注龙头长期价值。1-7月房屋竣工面积累计同比下滑11.3%，降幅比前值收窄1.4个百分点，占比约70%的住宅竣工面积下滑10.5%，降幅比前值收窄1.2个百分点。1-7月房屋施工面积累计同比增长9.0%，增速超过5%已持续5个月。此外，1-7月建筑及装潢材料商品零售额同比增长3.1%，比前值下降0.5个百分点，15个品类中排名第10（前次为第10）。**竣工与建筑装潢材料零售表现继续低迷，叠加地产行业融资压力，**我们建议关注两个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合，以及地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B端增速快于C端零售；二是7月30日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居、管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、涂料龙头三棵树等。伟星新材（建筑工程扩张+区域延伸+C端基因长期护城+品类拓展），北新建材（竣工传导预期+市占率提升+精装渗透+高端品类渗透）。

风险提示：基建项目水泥用量不及预期，供给格局变动不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

盛昌盛 分析师
 SAC执业证书编号：S1110517120002
 shengchangsheng@tfzq.com

李阳 分析师
 SAC执业证书编号：S1110519060001
 yanglitf@tfzq.com

时奕 联系人
 shiyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

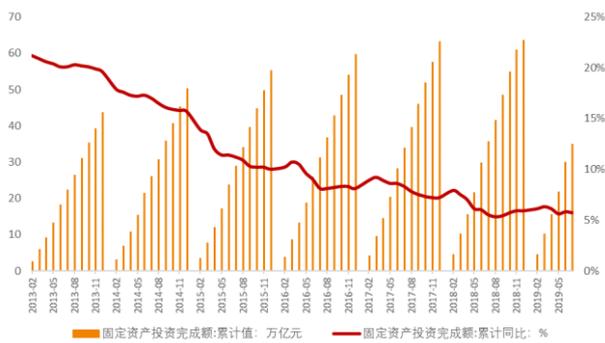
- 《建筑材料-行业研究周报:7月进出口数据超预期，关注建材龙头企业》2019-08-10
- 《建筑材料-行业研究周报:关注下半年适度逆周期调节，消费建材市占率有望加速提升》2019-08-04
- 《建筑材料-行业研究周报:长三角熟料价格回升，关注下游需求拐点》2019-07-27

1. 水泥：淡季保持高增，关注施工加快

1-7 月全国水泥累计产量 12.6 亿吨，同比增长 7.2%，去年同期为下降 0.3%；其中，7 月单月产量 2.1 亿吨，同比增长 7.5%，环比基本持平。无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求延续较高增幅，我们判断原因包括，1) 房地产新开工、施工保持韧性，尤其施工单月同比明显加快，分区域看，中西部地产开发投资表现更突出；2) 北方需求同比显著改善，例如磨机运转率达 66%，同比提高 3.3 个百分点；3) 新增产能影响（今年 H1 新增熟料产能超过 660 万吨，2018 年新增 2043 万吨）；4) 部分区域基数影响，例如江苏镇江去年 7 月企业限产 50%持续近一个月，月底南京信宁和中国水泥厂加入短期停产，造成供给基数偏低，今年 7 月江苏磨机运转率同比提高 5 个百分点。

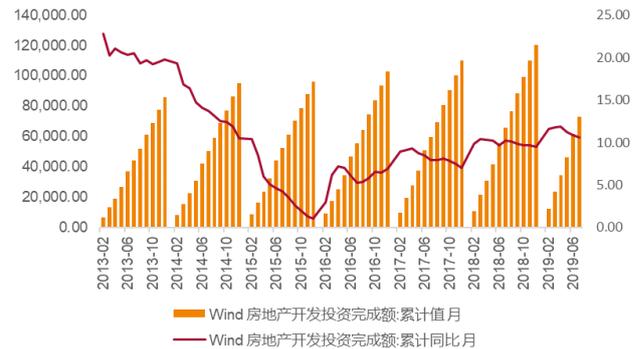
下游需求角度看，1-7 月固投（不含农户）同比增长 5.7%，增速比前值回落 0.1 个百分点，7 月单月环比增长 0.43%。直接影响水泥需求的地产和基建保持稳定增长，其中，房地产开发投资继续保持较快增速，1-7 月累计同比增长 10.6%，比前值下降 0.3 个百分点。房屋新开工面积累计同比增长 9.5%，增速比前值下降 0.6 个百分点，7 月单月同比增长 6.56%（前值 8.88%）。近年来施工增速持续低迷，进入 2019 年加速明显，施工逻辑可持续，1-7 月累计同比增速 9%，环比前值提高 0.2 个百分点，7 月单月同比增速明显加快，达到 15.68%（前值 9.52%）；除 2019 年外，前次累计增速超过 8%的时点发生在 2014 年 12 月（累计同比 9.2%）。基建投资不含电力口径同比增长 3.8%，增速比前值回落 0.3 个百分点，与 2018 年全年增速持平，道路、铁路投资增速分别为 6.9%、12.7%，增速比前值分别回落 1.2、1.4 个百分点，2018 年全年增速为 8.2%、-5.1%。

图 1：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



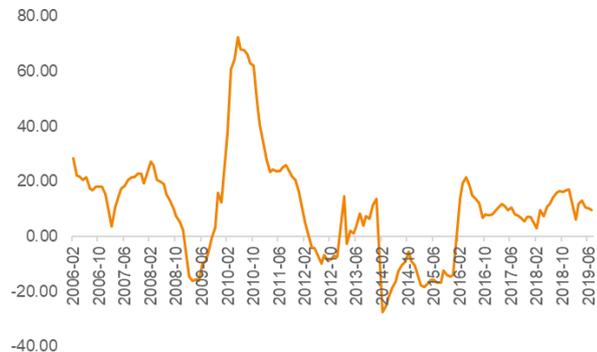
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：全国房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 3：全国房屋新开工面积累计同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

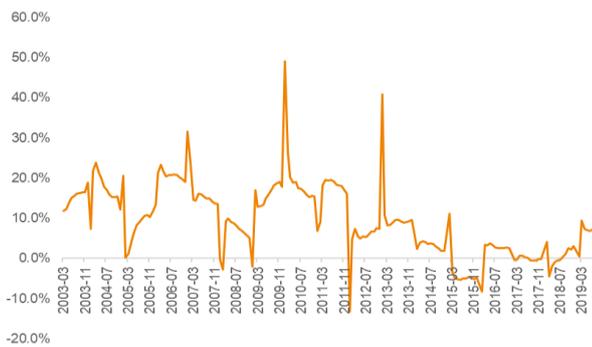
短期关注旺季开启时点，预计 8 月受台风影响，浙江价格上调推迟至 8 月中下旬，此外关注事件性停产对水泥量价节奏的影响。根据不完全统计，下半年可能带来区域停产停工的事件包括：成都（世警会，8 月 8 日-18 日），北京（国庆 70 周年活动，10 月），武汉（军运会，10 月 18 日-27 日），上海（进博会，11 月 5 日-10 日），郑州（少数民族运动会，9 月 8 日-16 日）等。活动前与活动期间可能出现临时性工地停工、工厂停产，活动结束后可能出现赶工现象，一定程度影响季节性供需表现，由此带来供需关系的调整，从而引起

量价的超预期变化。此外，环保力度持续超预期，例如唐山 8 月初环保限产仅 5 条线正常生产，17 条线停产，邯郸和邢台地区要求水泥停产比例不低于 20-40%，河南产线环保管控下停产 30%等。建议继续关注海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、祁连山、天山股份。

我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性较小，盈利稳定性有望超预期。水泥板块投资，我们建议从需求确定性与业绩弹性两个维度切入。水泥估值压制因素包括①对下半年及明年需求的担忧；②局部地区新增产能冲击；③发改委价格监管；④区域流动性打通。对此我们建议优先关注需求长期较为确定、供给格局更为稳定、价格上涨空间更大的区域。例如华北京津冀（雄安+通州等）建设需求可看长期，明后年需求量相对其他区域较为确定，估值率先受益。西北供给格局具备示范效应的区域例如新疆，2018 年需求下行背景下仍可维持价格高位稳定，今年需求与供给逻辑兼备。需求触底回升逻辑同样适用于甘肃等地区。

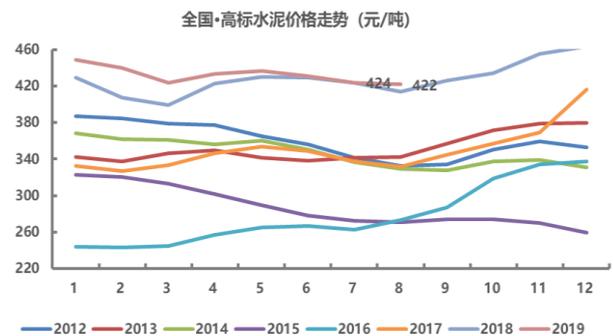
我们特别强调，环保或节能背景下实施的水泥行业错峰，范围和力度 2019 年都将继续超预期，尤其西北、华北、河南、山东等地，取消“一刀切”并不意味着环保放松，上半年已经得到验证。叠加矿山资源治理，投入高昂成本取得的各行业规范化成果不会轻易颠覆。环保与资源保护将成为常态化，石灰石资源优势与低排放优势的龙头企业长期受益。标的方面，北方弹性大推荐关注祁连山、天山股份、冀东水泥。南方供给格局稳健，建议关注海螺水泥、华新水泥。

图 5：全国水泥累计产量同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：全国水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

2. 平板玻璃：旺季即将来临，短期看好价格走高

2019 年 7 月全国平板玻璃产量 7801 万重箱，同比上升 5.5%，环比 6 月增速下降 4.2 个百分点；1-7 月全国平板玻璃累计产量 5 亿 4314 万重箱，同比上升 7%；需求方面，1-7 月全国房屋竣工面积 3.73 亿平方米，同比下滑 11.3%，环比下滑幅度减少 1.4 个百分点。

点评：据中国玻璃期货网数据显示，19 年 7 月末产能 9.23 亿重箱，产能同比下降 2.0%。18 年年初玻璃价格高，企业加快复产，导致玻璃产能恢复较多，因此整体产能基数在 18 年下半年逐渐走高，今年玻璃价格水平较低，企业复产意愿不强，叠加高基数影响，供给端继续呈现稳定收缩的态势。1-7 月份全国玻璃产线共冷修了 13 条线，合计减少产能 9100 吨日熔量，符合我们之前对 19 年是冷修大年判断；冷修复产 11 条，新建产线 2 条，合计增加产能 8750 吨日熔量，整体看产能趋于平稳收缩态势。

图 7：玻璃累计产量（万重量箱）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：企业玻璃库存



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

库存影响着玻璃价格的短期变化，可以看出 4 月之后行业整体库存开始下降，7 月末库存比 4 月末高点下降 446 万重箱，价格也有所反弹，从不到 1500 元/吨，增加到当前的 1536 元/吨，一方面是产能略微收缩，另一方面是需求开始逐步恢复。但是整体库存仍然比较高，7 月末厂家库存同比增幅仍有 28.5%，往后看玻璃企业还是以去库存为主。成本方面主要原料纯碱价格依旧在低位，短期来看，随着玻璃价格走高，企业的盈利情况有望继续改善。7 月玻璃价格延续 6 月涨势，随着“金九银十”旺季到来，玻璃价格有望保持涨势，但是长期来看需求端的改善情况决定玻璃价格涨幅和延续性。前端看地产的开发投资、新开工都保持着较高增长，销售端虽然下滑但是幅度较小，整体看保持着韧性，后端竣工端还没有看到明显改善，前端的成长在当前地产企业的高周转模式下向后端传导仍然需要验证，7 月份竣工数据降幅收窄，中长期看竣工数据有望逐步抬升。

图 9：玻璃价格



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 10：纯碱价格



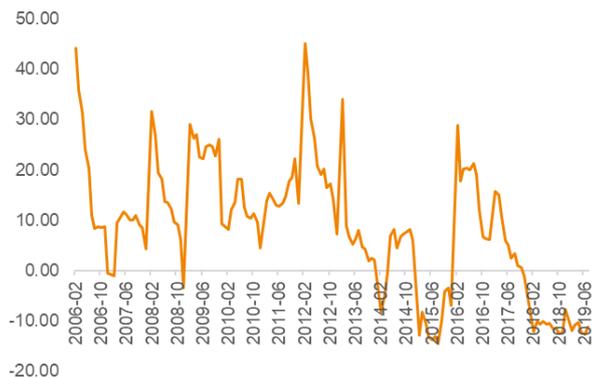
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 消费建材：行业筑底考验内核，关注龙头长期价值

1-7 月房屋竣工面积累计同比下滑 11.3%，降幅比前值收窄 1.4 个百分点，占比约 70% 的住宅竣工面积下滑 10.5%，降幅比前值收窄 1.2 个百分点。1-7 月房屋施工面积累计同比增长 9.0%，比前值提高 0.2 个百分点，并且，从月度累计增速角度看，当前较 2015 年以来的低速状态有明显改善，改善情况（增速超过 5%）已经持续 5 个月。此外，1-7 月建筑及装潢材料商品零售额同比增长 3.1%，比前值下降 0.5 个百分点，15 个品类中排名第 10（前次为第 10）。

竣工与建筑装潢材料零售表现继续低迷，叠加地产行业融资压力，我们建议关注两个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合，以及地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B 端增速快于 C 端零售；二是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居、管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、涂料龙头三棵树等。

图 11: 全国房屋竣工面积累计同比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 全国房屋施工面积累计同比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com