

关注周期供需演变，坚守优质成长龙头

2019年05月28日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
建筑材料	-4.29	4.62	-4.52
沪深300	-6.48	-0.88	-5.11

龙靓

执业证书编号: S0530516040001
longliang@cfzq.com

陈日健

chenrj@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理

0731-89955748

相关报告

- 《建筑材料：建筑材料行业2019年4月月报：一季报表现亮眼，关注下游需求端变化》 2019-05-09
- 《建筑材料：建筑材料行业2019年3月月报：水泥需求复苏，玻璃依旧承压》 2019-04-10
- 《建筑材料：建筑材料行业2019年2月月报：静待需求回暖，持续关注优质企业》 2019-03-12

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
海螺水泥	5.63	7.06	5.87	6.77	6.11	6.51	推荐
旗滨集团	0.46	7.96	0.46	7.96	0.49	7.45	谨慎推荐
东方雨虹	1.01	19.94	1.24	16.24	1.49	13.52	推荐
伟星新材	0.75	25.87	0.86	22.56	0.96	20.21	推荐
北新建材	1.46	13.29	1.55	12.52	1.74	11.15	推荐
帝欧家居	1.01	20.98	1.24	17.09	1.50	14.13	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 年初至今，申万建筑材料指数上涨26.85%，跑赢大盘10.17个百分点，从子板块涨跌幅来看，水泥、玻璃、其他建材分别上涨30.71%、13.62%、24.29%。估值方面，截至2019年5月28日，申万建筑材料板块PE中位数为25.95倍，处于2000年以来历史估值后13.5%分位；PB中位数2.04倍，处于2000年以来历史估值后20.7%分位。
- 展望2019年下半年，从周期和成长两个维度来看：我们认为周期板块近几年景气度持续向上主要受益于供给侧收缩影响，而当前供给收缩边际效应逐步减弱，需求端将成为行业景气与否的核心变量；成长板块核心逻辑在于存量市场下细分龙头的市占率提升，具有长期成长性，建议长期坚守消费建材优质龙头。
- 周期板块：房地产投资有望保持韧性，房屋新开工和施工增速或将维持相对高位，基建投资增速也将企稳回升，水泥需求有较大保障，板块盈利仍有较高确定性，行业景气度有望延续；分区域来看，华东、华北、中南和西部地区需求稳定，推荐海螺水泥，关注冀东水泥、华新水泥和塔牌集团。与此同时，我们预计房地产竣工端有望在2019年下半年迎来修复，可关注玻璃等房地产产业链后端建材需求复苏，建议关注旗滨集团。
- 成长板块：消费类建材普遍处于产业集中度低、市场竞争不规范的阶段，整体呈现“大行业，小企业”的格局。从产业政策和环保政策角度来看，消费建材行业正面临着产品质量提升、生产许可管理趋严以及环保查处力度加大等挑战，落后产能将逐步淘汰，行业发展将走向规范，行业集中度有望持续提升，龙头企业有望从中受益。同时，随着下游房地产市场和装修装饰行业集中度的提升，行业发展资源也会进一步集中到有品牌优势、有质量保障、有竞争实力的龙头企业。细分板块中，建议关注防水材料东方雨虹、家装管材伟星新材、石膏板龙头北新建材和建筑陶瓷帝欧家居。
- 风险提示：房地产、基建投资大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

内容目录

1 行情及基本面回顾	4
1.1 行情回顾	4
1.2 行业一季报回顾：行业盈利仍维持高位	5
1.3 2019 下半年需求端展望：房地产韧性强，基建企稳回升	6
2 周期板块：水泥景气延续，玻璃需求静待回暖	9
2.1 水泥景气有望维持高位，关注区域供需变化	9
2.2 房地产竣工存修复窗口，玻璃需求有望回暖	11
3 成长板块：继续看好消费建材细分龙头市占率提升	12
3.1 防水材料：“大行业，小公司”，龙头公司市占率将继续提升	13
3.2 塑料管道：家装管材（To C）优于工程管材（To B）	15
3.3 石膏板：寡头竞争时代，北新建材优势凸显	16
3.4 建筑陶瓷：群雄逐鹿，关注中高端品牌	18
4 投资建议	19
4.1 海螺水泥（600585）：龙头优势突出，产能布局不断完善	20
4.2 旗滨集团（601636）：积极布局深加工领域，高股息具有吸引力	20
4.3 东方雨虹（002271）：优质防水龙头，成长动力不减	21
4.4 伟星新材（002372）：品牌、渠道优势明显，打造高品质家装管龙头	22
4.5 北新建材（000786）：产能扩张持续推进，市占率有望进一步提升	22
4.6 帝欧家居（002798）：进军高端瓷砖领域，主业协同未来可期	23
5 风险提示	23

图表目录

图 1：申万建材指数与大盘涨跌幅	4
图 2：全行业流通市值加权平均涨跌幅	4
图 3：建筑材料板块与 A 股 PE 估值	5
图 4：建筑材料板块与 A 股 PB 估值	5
图 5：2015-2019Q1 营收、归母净利润及其增速	6
图 6：2015-2019Q1 毛利率、净利率、期间费用率情况	6
图 7：2019Q1 子板块营收及归母净利润增幅（%）	6
图 8：2019Q1 建材子板块归母净利润占比情况	6
图 9：房地产开发投资及其建筑工程累计增速（%）	7
图 10：房地产新开工面积和施工面积累计增速（%）	7
图 11：基础设施建设投资累计同比增速（%）	7
图 12：道路、铁路运输业固定资产投资累计同比（%）	7
图 13：房地产开发资金来源增速提高	8
图 14：商品房待售面积及其增速	8
图 15：房屋新开工面积、购置面积及销售面积相关关系	8
图 16：地方债发行规模（亿元）	9
图 17：基建投资与资金面宽松呈负相关	9
图 18：近年来全国 P.O42.5 散装水泥价格走势	9
图 19：水泥产量累计值及增速	9

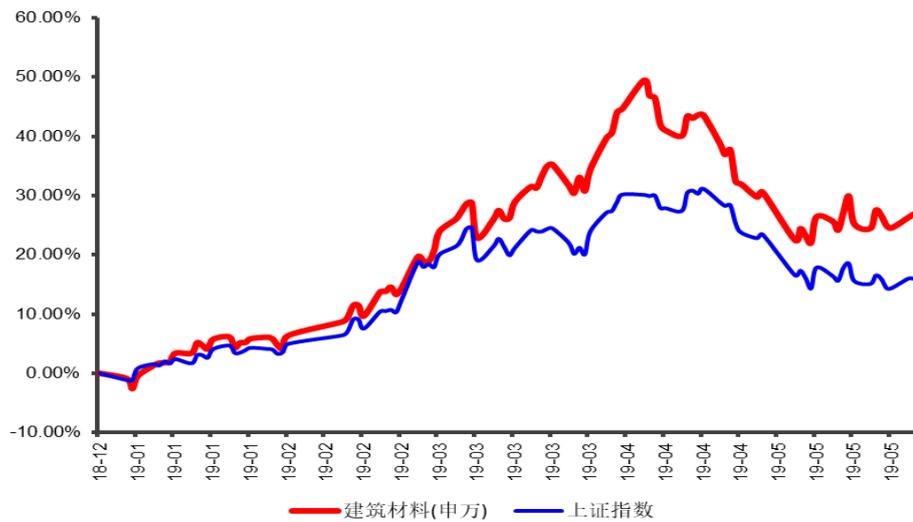
图 20: 影响水泥供给端边际变化相关因素	10
图 21: 近年来水泥进口量情况 (万吨)	10
图 22: 北方地区水泥产量累计增速 (%)	10
图 23: 南方地区水泥产量累计增速 (%)	10
图 24: 全国水泥分区域价格走势 (元/吨)	11
图 25: 近年来全国主要城市浮法玻璃价格走势	11
图 26: 浮法玻璃生产线库存情况 (万重箱)	11
图 27: 浮法玻璃产量变化情况 (亿重量箱/年)	12
图 28: 浮法玻璃冷修、停产和点火情况	12
图 29: 房屋竣工面积和新开工面积背离有待修复	12
图 30: 浮法玻璃各区域价格变动情况 (元/吨)	12
图 31: 建筑材料分类概览	13
图 32: 房地产销售额市场集中度 (%)	13
图 33: 全装修市场渗透率比较	13
图 34: 规模以上企业沥青类防水卷材累计产量及增速	14
图 35: 规模以上防水企业累计收入及增速	14
图 36: 规模以上防水企业数量 (个)	14
图 37: 防水行业上市公司市占率情况	14
图 38: 我国塑料管道产量及增速情况	15
图 39: 塑料管道不同生产规模的企业数量占比	15
图 40: 塑料行业上市公司 2018 年市占率情况	15
图 41: 2018 年各上市公司分产品毛利率情况	16
图 42: 2018 年塑料管道行业各公司营收结构	16
图 43: 塑料管道行业各公司毛利率对比 (%)	16
图 44: 各上市公司 PPR 管道毛利率变化情况 (%)	16
图 45: 石膏板行业竞争格局	17
图 46: 我国建筑陶瓷产量及增速情况	18
图 47: 规模以上建筑陶瓷企业数量 (个)	19
图 48: 规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入及增速	19
图 49: 我国陶瓷砖产能利用率情况	19
图 50: 建筑陶瓷上市公司市占率变化情况	19
表 1: 2019 年至今建筑材料行业个股涨跌幅情况	5
表 2: 2018 年房地产开发企业 500 强首选前 10 公司/首选率 (石膏板类)	17

1 行情及基本面回顾

1.1 行情回顾

截至5月28日,建筑材料板块走势领先于大盘,申万建筑材料指数全年上涨26.85%,跑赢大盘10.17个百分点,期间最高涨幅为49.46%,最低跌幅为-2.59%,区间振幅达52.05%。从子板块涨跌幅来看,水泥、玻璃、其他建材分别上涨30.71%、13.62%、24.29%。

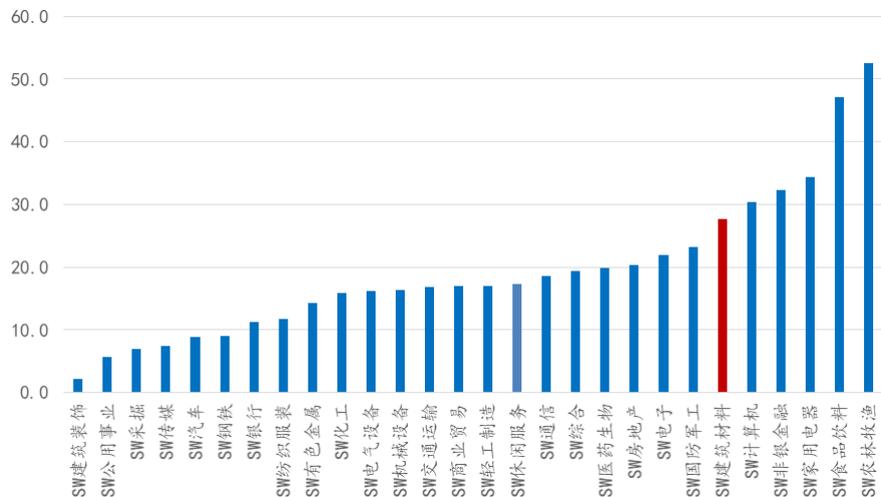
图1: 申万建材指数与大盘涨跌幅



资料来源: Wind, 财富证券

截至5月28日,从全行业流通市值加权平均涨跌幅来看,在申万28个一级行业中,建筑材料板块位居第6,涨幅为27.6%,处于全行业上游水平。

图2: 全行业流通市值加权平均涨跌幅



资料来源: Wind, 财富证券

个股方面，截至 2019 年 5 月 28 日，在申万建筑材料行业中，全年仅 12 家下跌，涨幅靠前的个股有开尔新材、坚朗五金、华新水泥、鲁阳节能、东方雨虹、天山股份等，大多为水泥和其他建材，跌幅靠前的个股有*ST 罗普、东宏股份、韩建河山等。

表 1：2019 年至今建筑材料行业个股涨跌幅情况

涨幅前十个股			跌幅前十个股		
证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)
300234.SZ	开尔新材	97.71	002333.SZ	*ST 罗普	-22.01
002791.SZ	坚朗五金	70.39	603856.SH	东宏股份	-17.06
600801.SH	华新水泥	67.52	603616.SH	韩建河山	-13.59
002088.SZ	鲁阳节能	66.47	002742.SZ	三圣股份	-10.19
002271.SZ	东方雨虹	55.52	300344.SZ	太空智造	-9.14
000877.SZ	天山股份	55.41	300117.SZ	嘉寓股份	-9.13
000672.SZ	上峰水泥	50.28	002623.SZ	亚玛顿	-4.05
002205.SZ	国统股份	47.78	600881.SH	亚泰集团	-1.51
000786.SZ	北新建材	40.99	603725.SH	天安新材	-1.34
002398.SZ	建研集团	40.14	002694.SZ	顾地科技	-1.20

资料来源：Wind，财富证券

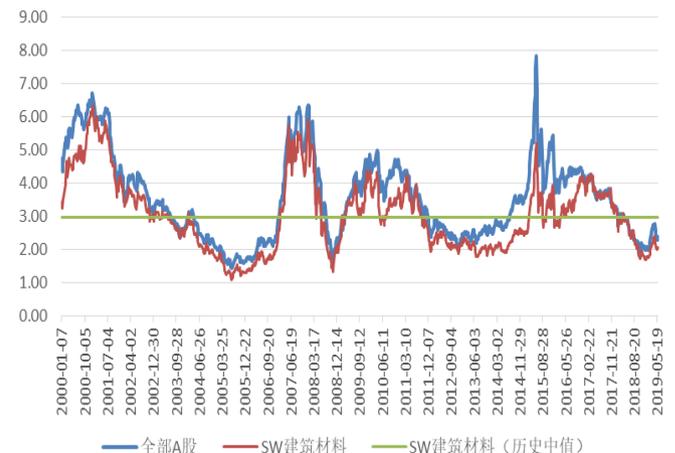
估值方面，截至 2019 年 5 月 28 日，申万建筑材料板块 PE 中位数 (TTM, 剔除负值) 为 25.95 倍，相对 A 股折价 18.8%，处于 2000 年以来历史估值后 13.5% 的分位，历史估值中值为 39.6 倍。从 PB 估值来看，申万建筑材料板块 PB 中位数 (最新) 2.04 倍，相对 A 股折 14%，处于 2000 年以来历史估值后 20.7% 的分位，历史估值中值为 2.95 倍。整体而言，建材板块仍处于历史较低估值水平，具有一定吸引力。

图 3：建筑材料板块与 A 股 PE 估值



资料来源：Wind，财富证券

图 4：建筑材料板块与 A 股 PB 估值



资料来源：Wind，财富证券

1.2 行业一季报回顾：行业盈利仍维持高位

2019 年一季度，申万建筑材料板块实现营业收入 917 亿元，同比增长 27.1%，增速

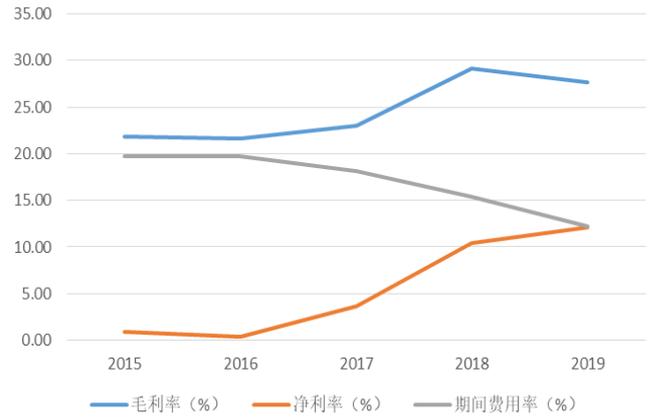
较上年同期下降 1.2 个百分点，行业中位数增速 12.6%；实现归母净利润 107 亿元，同比增长 47.1%，行业中位数增速为 18.3%，整体业绩表现依旧亮眼。从行业个股来看，13 家公司出现亏损，较去年同期减少 6 家，59 家公司盈利，45 家营收同比正增长，其中有 17 家增速超过 30%，42 家公司净利润同比正增长，24 家增速超过 30%。毛利率方面，建材板块整体毛利率为 27.62%，较上年同期下滑 1.48 个百分点，期间费用率下降 3.26 个百分点至 12.18%，使得净利率提升 1.65 个百分点至 12.1%。

图 5：2015-2019Q1 营收、归母净利润及其增速



资料来源：Wind，财富证券

图 6：2015-2019Q1 毛利率、净利率、期间费用率情况



资料来源：Wind，财富证券

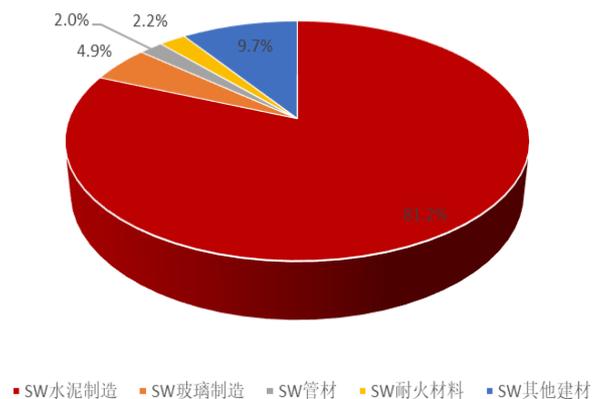
分子板块来看，水泥板块营收增速最快，增速达 41.5%，其次是耐火材料、管材、其他建材、玻璃，分别增长 20.2%/14.3%/11.1%/4.6%。净利润方面，水泥板块依然增幅领先，同比增长 59%，其他建材、管材、耐火材料、玻璃分别同比增长 37.8%/32.2%/9.9%/-22.6%。从子板块归母净利润占比情况来看，水泥“一枝独秀”，占比高达 81.2%。

图 7：2019Q1 子板块营收及归母净利润增幅 (%)



资料来源：Wind，财富证券

图 8：2019Q1 建材子板块归母净利润占比情况



资料来源：Wind，财富证券

1.3 2019 年下半年需求端展望：房地产韧性较强，基建企稳回升

2019年1-4月，房地产投资增速延续小幅增长走势，基建投资保持平稳增长。房地产方面，1-4月房地产开发投资3.42万亿元，同比名义增长11.9%，增速较1-3月提高0.1个百分点，其中房地产建筑投资1.97万亿，同比增长9.1%。1-4月房地产新开工面积和房屋施工面积累计同比分别增长13.1%、8.8%，增速较1-3月分别提高1.2、0.6个百分点。基建方面，1-4月基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长4.4%，增速与1-3月持平，其中道路和铁路固定资产投资累计同比分别增长7.0%、12.3%。

图9：房地产开发投资及其建筑工程累计增速(%)



资料来源：Wind，财富证券

图10：房地产新开工面积和施工面积累计增速(%)



资料来源：Wind，财富证券

图11：基础设施建设投资累计同比增速(%)



资料来源：Wind，财富证券

图12：道路、铁路运输业固定资产投资累计同比(%)



资料来源：Wind，财富证券

当前来看，2019年1-4月房地产开发资金来源同比增长8.9%，较1-3月大幅提高3.0个百分点，资金来源大幅改善，根据政府工作报告，2019年要降低实际利率水平，货币政策要松紧适度，低利率和流动性宽松有利于房地产投资高位稳定。其次，商品待售面积从2016年2月起连续下降，2019年1-4月商品房待售面积同比增速下降9.4%，降幅连续13个月收窄，房地产去库存已接近尾声，开发商有一定的补库存动力。同时，从需求端领先指标房地产销售面积来看，1-4月商品房销售面积同比下降0.3%，较1-3月收窄0.6个百分点，连续两个月收窄，有回暖迹象。但从土地购置面积来看，1-4月购置面积

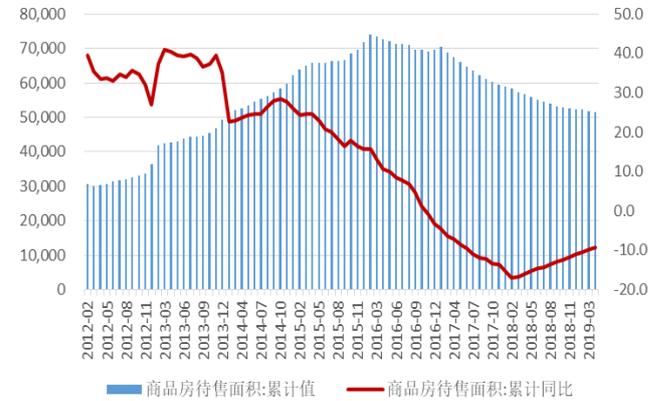
同比下滑 33.8%，或对后续房屋新开工有一定负面冲击。综上，我们认为房地产“房住不炒”总基调不变，短期调控政策难以全面放松，房地产投资增速有较大下行压力，但考虑到当前货币政策、利率水平以及补库存动力，2019 全年房地产投资仍将保持一定韧性。

图 13: 房地产开发资金来源增速提高



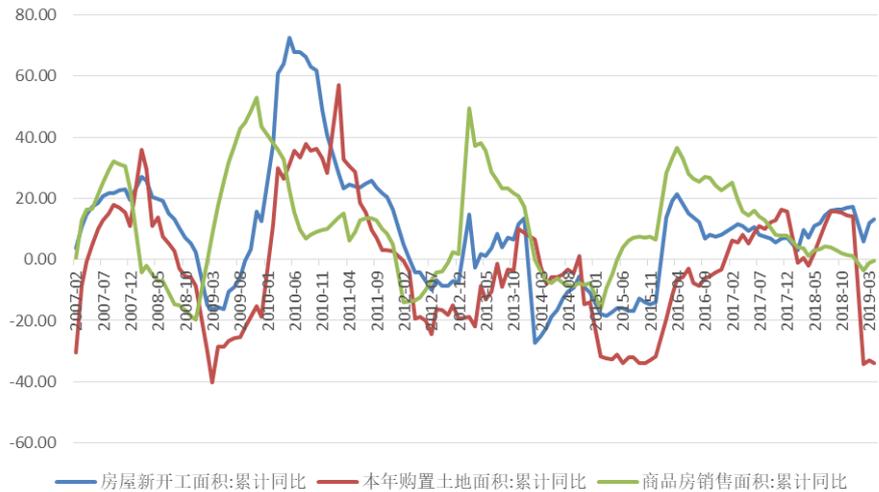
资料来源: Wind, 财富证券

图 14: 商品房待售面积及其增速



资料来源: Wind, 财富证券

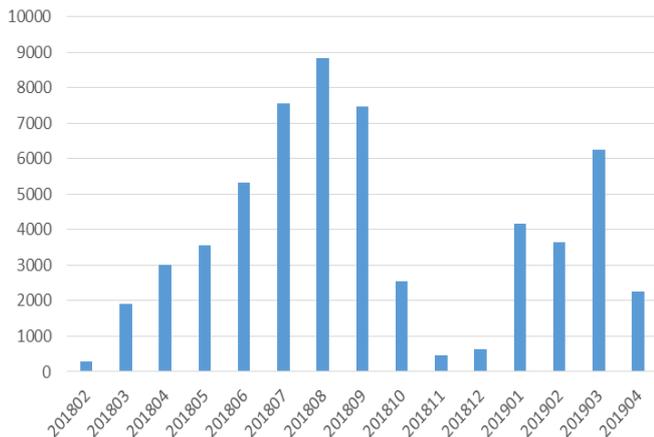
图 15: 房屋新开工面积、购置面积及销售面积相关关系



资料来源: Wind, 财富证券

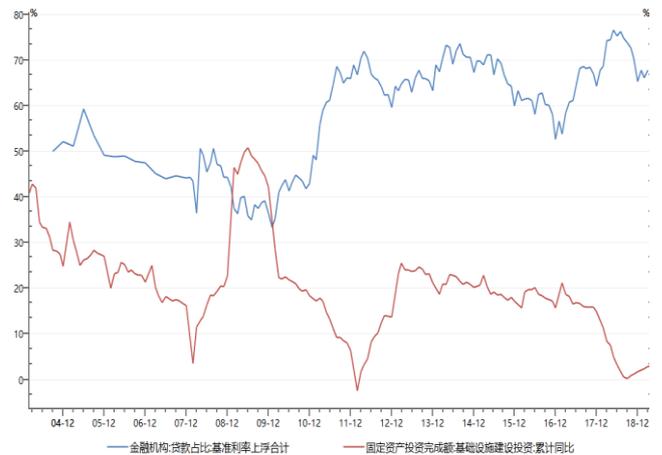
基建端，随着国内经济下行压力加大，叠加贸易战影响，“六稳”被反复提及，基建逆周期调控作用更加凸显。2019 年 1-4 月新发行地方债 1.63 万亿，为去年同期的 3.1 倍，整体发行时间有所前置，叠加 2018 下半年地方债、专项债集中发行，其效果将在 2019 年逐步显现。其次，根据发改委《2018 年全国固定资产投资发展趋势监测报告及 2019 年投资形势展望》，2018 年全国拟建项目数量同比增长 15.5%，为 2019 年投资平稳运行提供坚实的项目储备基础。同时，经过 2018 年 PPP“清库”后，PPP 规范化发展也有利于基建投资落地率提升。我们认为，在经济下行和贸易战背景下，预计货币政策将趋向边际宽松，也有利于基建投资增速的企稳回升。

图 16: 地方债发行规模 (亿元)



资料来源: Wind, 财富证券

图 17: 基建投资与资金面宽松呈负相关



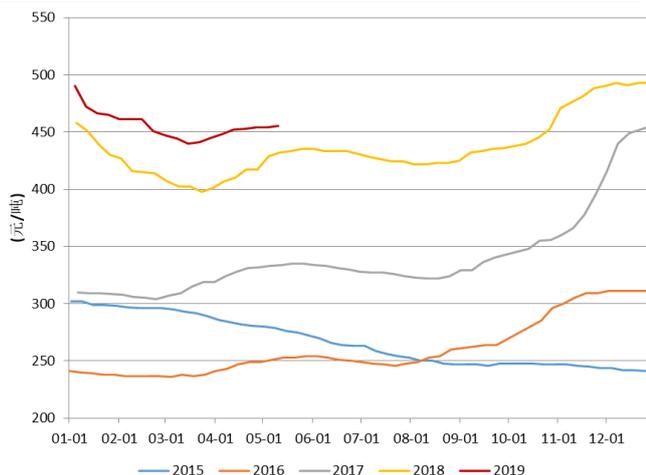
资料来源: Wind, 财富证券

2 周期板块: 水泥景气延续, 玻璃需求静待回暖

2.1 水泥景气有望维持高位, 关注区域供需变化

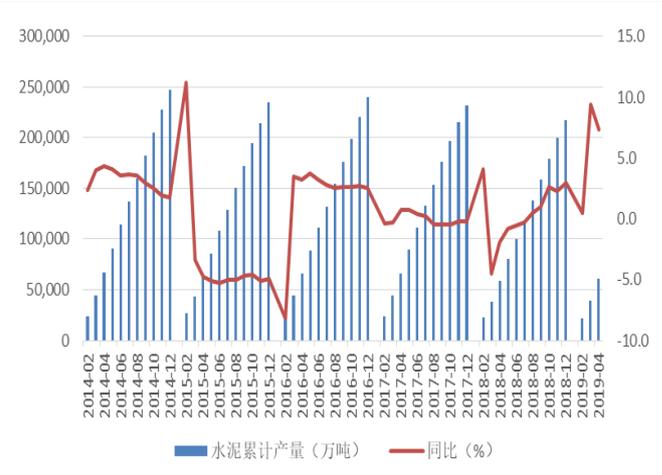
2019 年初以来水泥价格整体维持高位, 1-4 月水泥均价约为 456 元/吨, 同比增长 8.8%, 略超市场预期。水泥价格高位主要得益于需求端超预期, 2019 年 1-4 月份, 全国累计水泥产量 6.06 亿吨, 同比增长 7.3%, 明显好于近年同期水平, 去年同期为下降 1.9%。根据前述, 我们认为 2019 年房地产投资有望保持韧性, 房屋新开工和施工增速将维持相对高位, 同时基建投资将企稳回升, 预计下半年水泥整体需求端有望维持稳定。

图 18: 近年来全国 P.O42.5 散装水泥价格走势



资料来源: 财富证券, Wind

图 19: 水泥产量累计值及增速

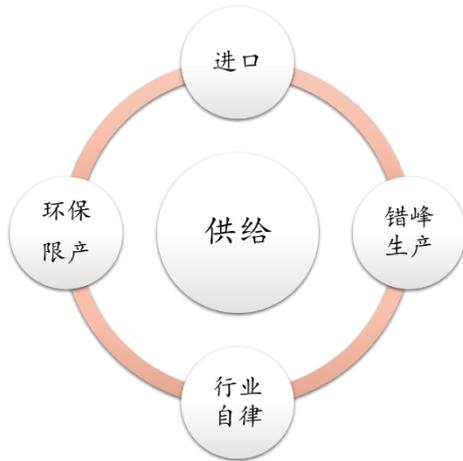


资料来源: 财富证券, Wind

从 2016 年初至今, 水泥价格重新步入上行通道, 行业景气度提升, 与 2010 年水泥行情不同, 此轮行情需求端较为稳定, 主要来自于供给端水泥产量收缩的超预期。我们认为影响供给端水泥产量边际变化的因素主要包括环保限产、进口、错峰生产和行业自律四个方面。其中, 环保限产更多依靠环保督查和重大事件驱动, 短期内容易造成供需

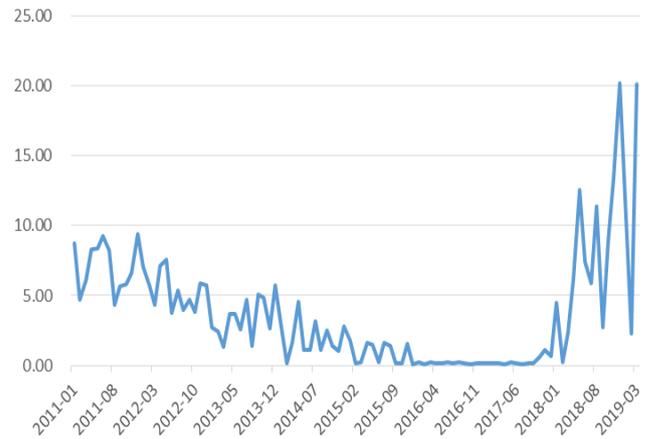
缺口；进口则是供给端的扰动因素，虽然增幅较大，但体量极小，整体影响可控；而错峰生产和行业自律限产则是近年来水泥供给端收缩的关键。当前来看，我们认为2019年冬季仍将实施差异化错峰生产，供给收缩边际效应逐步减弱，行业自律限产和夏季错峰生产将是影响水泥供给边际变化的重要因素。

图 20：影响水泥供给端边际变化相关因素



资料来源：财富证券

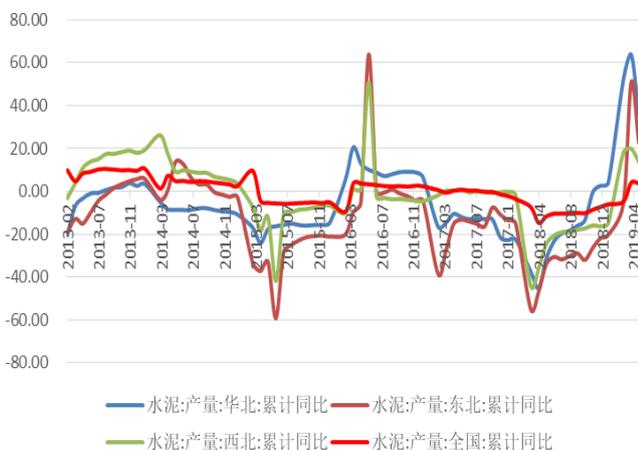
图 21：近年来水泥进口量情况（万吨）



资料来源：Wind，财富证券

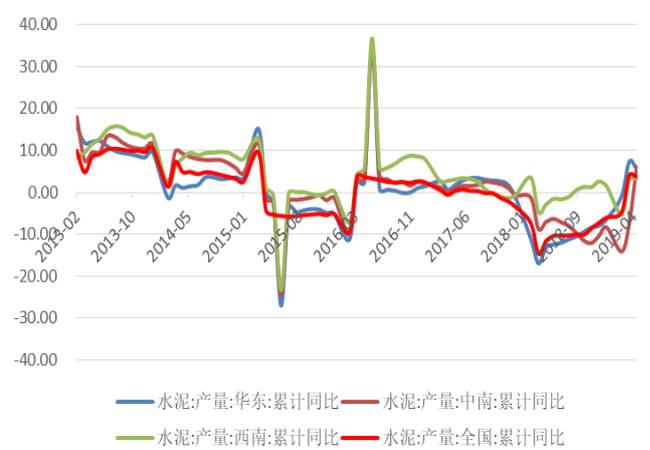
受限于水泥产销两端的区域限制，水泥行业有明显的区域性特征，区域需求也呈现较大的差异。2015年以来，东北、华北、西北地区水泥产量增速大多低于全国水平，整体北方需求不景气，叠加产能过剩严重，导致产能利用率低下，水泥价格也普遍低于南方区域。2018年，受京津冀一体化及雄安新区需求拉动，华北地区水泥产量同比增长4.2%，2019年1-4月水泥产量同比增长36.4%，我们认为华北地区需求转好正逐步得到验证，预计2019年全年仍将保持一定增长，短期内建议关注华北区域龙头冀东水泥。中长期来看，我们认为华东、中南地区经济发展迅速，相对应房地产投资和基建投资需求稳定，未来仍然是水泥市场区域性需求的主要动力，建议关注海螺水泥、华新水泥和塔牌集团。

图 22：北方地区水泥产量累计增速（%）



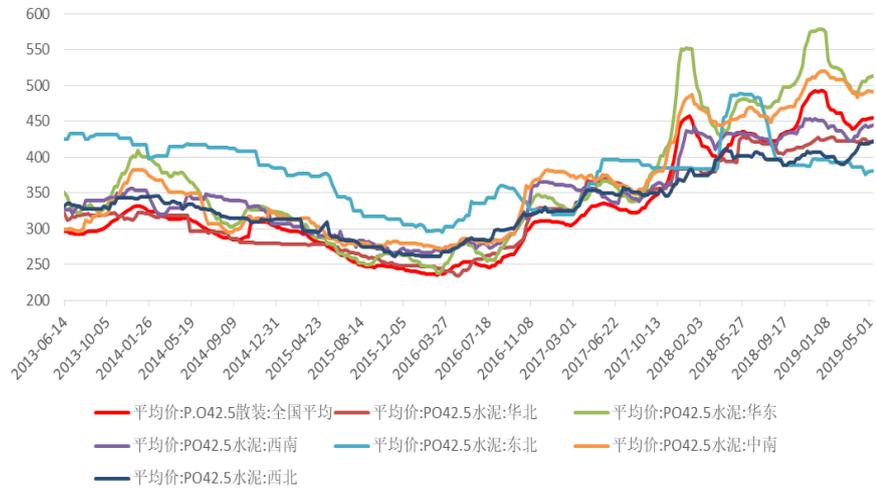
资料来源：Wind，财富证券

图 23：南方地区水泥产量累计增速（%）



资料来源：Wind，财富证券

图 24：全国水泥分区域价格走势（元/吨）

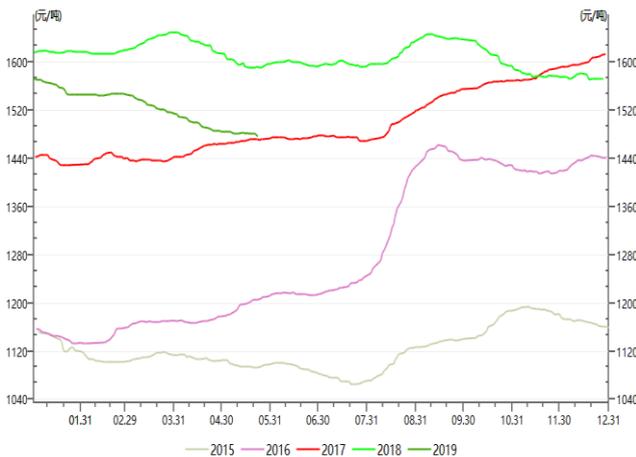


资料来源：Wind，财富证券

2.2 房地产竣工存修复窗口，玻璃需求有望回暖

2019 年初以来全国浮法玻璃价格持续下行，1-4 月浮法玻璃均价约为 1532 元/吨，同比下降 5.8%，下降幅度超出市场预期，玻璃价格下跌主要因下游需求不足、阶段性供给增加所致。由于浮法玻璃采用连续性作业生产，生产线停产成本极高，一般不会随意停产，需求不足直接导致了玻璃库存急速攀升，2019 年初至今库存累计增加 1230 万重箱，创近年来新高，整体库存压力较大。供给方面，2019 年 3 月以来浮法玻璃新点火日融量 4000 吨，冷修产能却下滑 1850 吨，叠加部分复产产能，在需求不足背景下，新增供给也对玻璃价格带来一定冲击。

图 25：近年来全国主要城市浮法玻璃价格走势



资料来源：Wind，财富证券

图 26：浮法玻璃生产线库存情况（万重箱）



资料来源：Wind，财富证券

图 27: 浮法玻璃产量变化情况 (亿重量箱/年)



资料来源: Wind, 财富证券

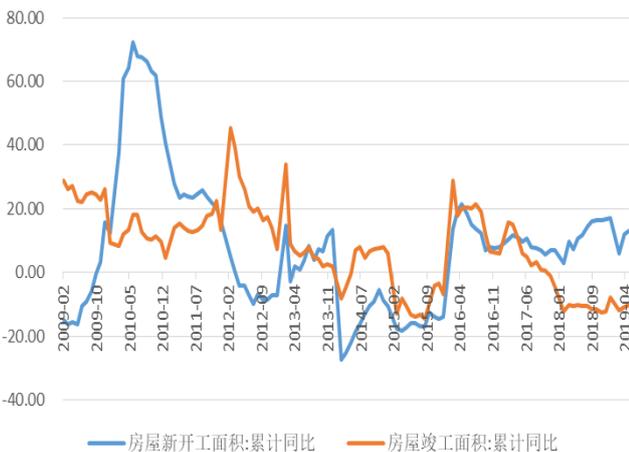
图 28: 浮法玻璃冷修、停产和点火情况



资料来源: Wind, 财富证券

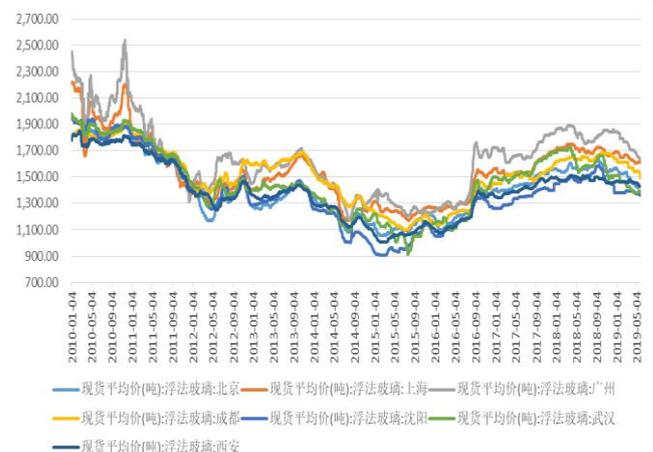
展望后市,需求端将是玻璃景气周期的关键,根据房地产施工周期和历史数据分析,房屋新开工面积增速是房屋竣工面积增速的先行指标,但自 2018 年初至今房屋新开工面积增速一直维持高位,而竣工面积增速却呈逐步下滑趋势,2019 年 1-4 月,房屋竣工面积累计同比下滑 10.3%,环比 1-3 月收窄 0.5 个百分点。我们认为近两年的新开工高增速终究会传导至竣工端,而根据各房地产企业 2019 年竣工指标来看,预计 2019 年下半年房地产竣工面积有望迎来修复,玻璃需求端有望回暖。受运输半径影响,玻璃也存在一定的区域性差异,华南、华东地区需求较好,玻璃价格较其他地方有较高的溢价,我们建议关注布局华东和中南地区的浮法玻璃龙头旗滨集团。

图 29: 房屋竣工面积和新开工面积背离有待修复



资料来源: Wind, 财富证券

图 30: 浮法玻璃各区域价格变动情况 (元/吨)



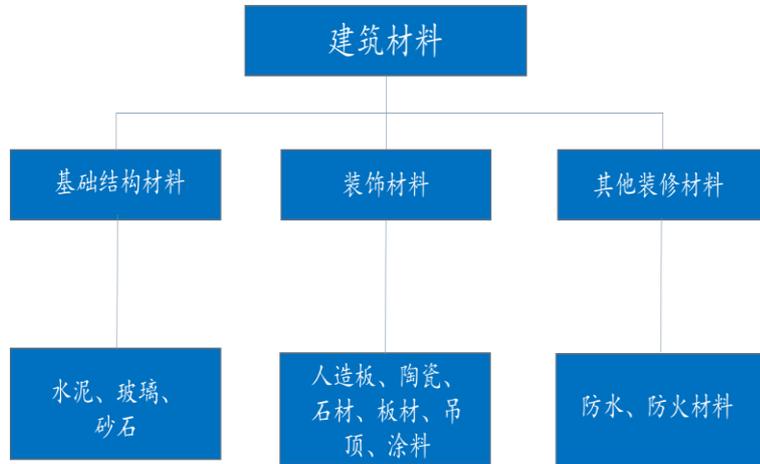
资料来源: Wind, 财富证券

3 成长板块: 继续看好消费建材细分龙头市占率提升

消费建材主要指房地产后周期房屋装饰装修用建材,包括人造板、陶瓷、石材、地板、建筑涂料、天花吊顶、防水材料等。与水泥、玻璃等周期性建材不同,消费建材更贴近消费者,具有较强的消费属性,拥有消费者导向性、品牌效应和高成长性等特点。消费类建材普遍处于产业集中度低、市场竞争不规范的阶段,整体呈现“大行业,小企业”

的格局。从产业政策和环保政策角度来看，消费建材行业正面临着产品质量提升、生产许可管理趋严以及环保查处力度加大等挑战，落后产能将逐步淘汰，行业发展将走向规范，行业集中度有望持续提升，龙头企业有望从中受益。

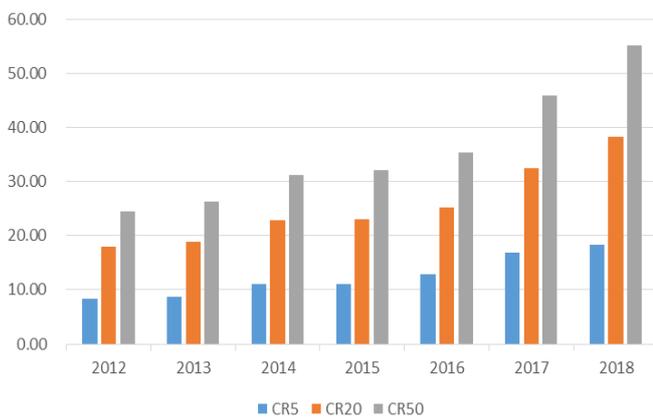
图 31：建筑材料分类概览



资料来源：财富证券

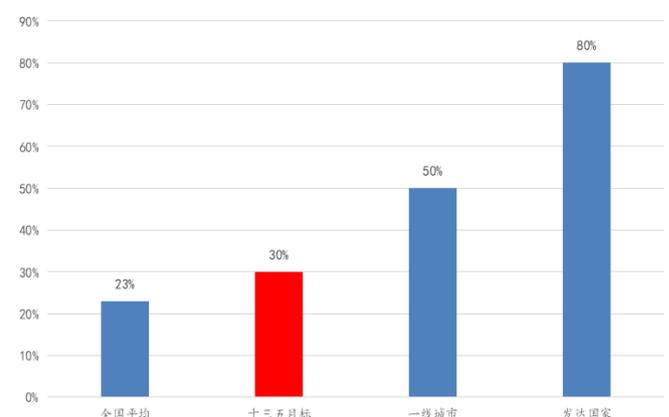
从下游房地产发展趋势来看，房地产行业集中度提升趋势明显，2018 年房地产销售额 CR5、CR20 和 CR50 分别为 18.35%、38.32%、55.1%，较 2017 年提升了 1.42、5.86 和 9.31 个百分点。从装修行业发展趋势来看，全装修具有节能环保、高便捷等优点，已成为住宅装修的重要发展趋势，有利于助推装修行业提升市场集中度。据奥维云网数据显示，目前我国全装修渗透率为 23%，其中一线城市的市场渗透率为 50%左右，与发达国家 80%的渗透率相比，提升空间较大。随着下游房地产市场和装修装饰行业集中度的提升，高品质、具有品牌效应的消费建材龙头有望持续受益。

图 32：房地产销售额市场集中度 (%)



资料来源：Wind，财富证券

图 33：全装修市场渗透率比较



资料来源：奥维云网，住建部，财富证券

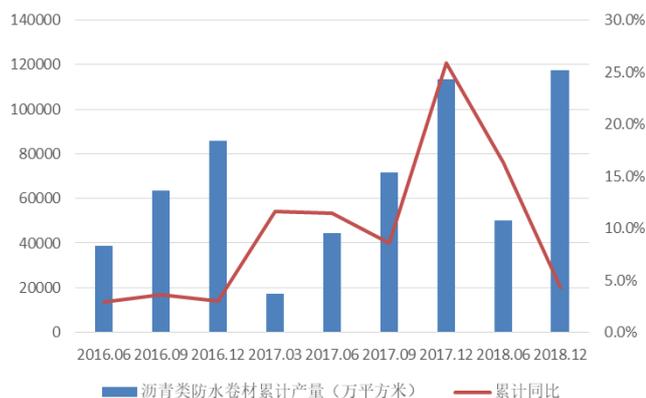
3.1 防水材料：“大行业，小公司”，龙头公司市占率将继续提升

2018 年规模以上（主营业务收入 2000 万元以上）防水企业数量增加至 784 个，同比

增加 186 个，规模以上企业的沥青类防水卷材产量 11.73 亿平方米，同比增长 4.29%，主营业务收入 1147.37 亿元，同比增长 14.8%，利润总额 79.49 亿元，同比增长 26.60%。防水行业规模以上企业数量逐步增加，小企业和小作坊将面临淘汰，行业利润更多集中在规模企业，行业集中度正逐步提升。在此背景下，行业龙头东方雨虹近年来市占率快速提升，若以 2018 年规模企业总营收为基准，其市占率提升至 12.24%，同比提升 2.53 个百分点。考虑到规模以下企业数量众多，东方雨虹实际市占率预计仍低于 10%，成长空间巨大。

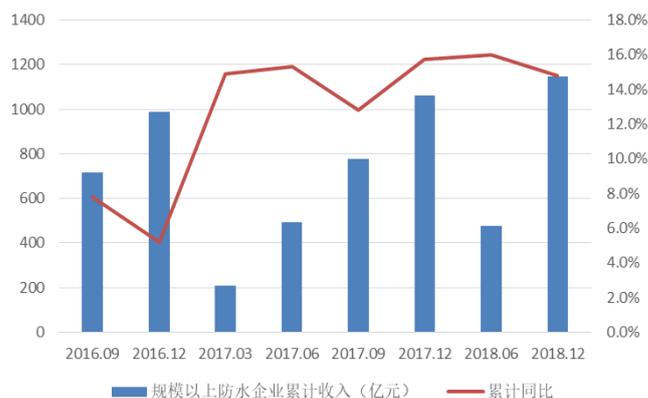
根据《建筑防水行业“十三五”规划》，“十三五”末期，将培育 20 家大型防水企业集团，培育 100 家大型制造企业；行业中涌现出若干家年销售收入超过 100 亿元的企业，年销售收入超过 20 亿元的企业达到 20 家以上；行业前 50 位的企业市场占有率达到 50%。从目前行业发展来看，距离“十三五”目标仍有较大差距，行业集中度仍需持续提升，东方雨虹作为行业龙头市占率将继续提升。

图 34：规模以上企业沥青类防水卷材累计产量及增速



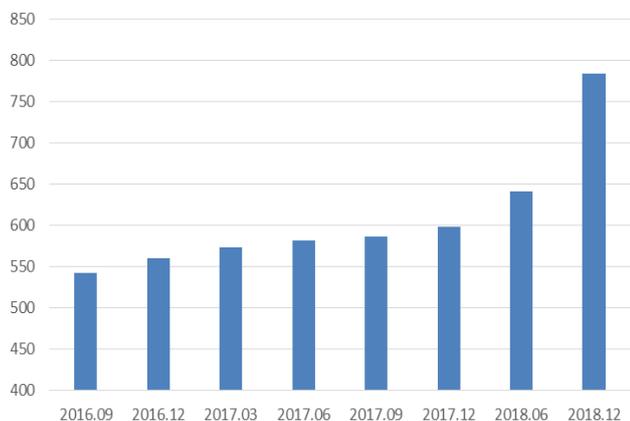
资料来源：中国建筑防水协会、财富证券

图 35：规模以上防水企业累计收入及增速



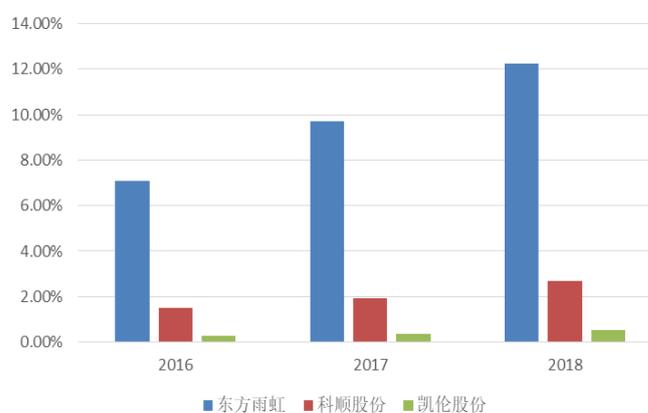
资料来源：中国建筑防水协会、财富证券

图 36：规模以上防水企业数量（个）



资料来源：中国建筑防水协会、财富证券

图 37：防水行业上市公司市占率情况

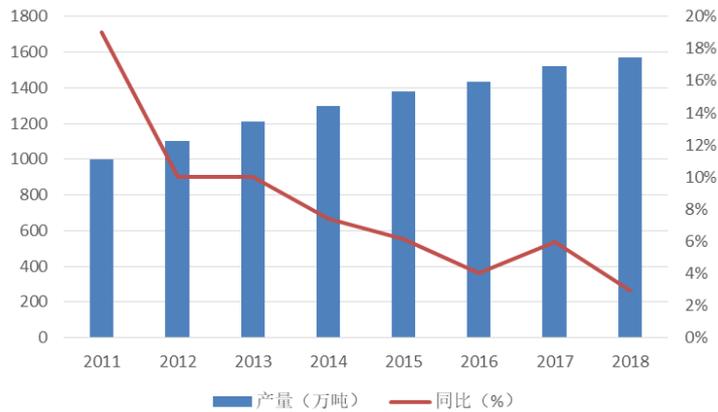


资料来源：Wind、中国建筑防水协会、财富证券

3.2 塑料管道：家装管材（To C）优于工程管材（To B）

相对于传统钢材、铸铁、水泥等材料生成的管道，塑料管道具有质量轻、运输与施工方便、耐腐蚀及生产能耗较低等优势。伴随着房地产和基建投资的增长，我国塑料管道业迅速兴起，经历过高速发展后，目前行业增速放缓，逐步进入优化产业结构、提升质量水平的过渡时期。2018年全国塑料管道总产量约1567万吨，同比增长3%，预计2019年塑料管道产量将超过1600万吨。

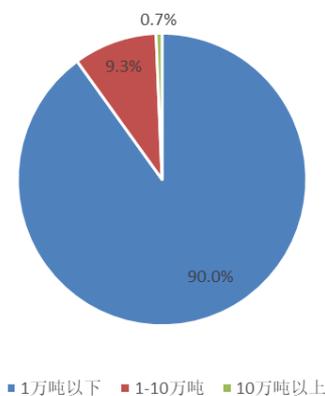
图 38：我国塑料管道产量及增速情况



资料来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，财富证券

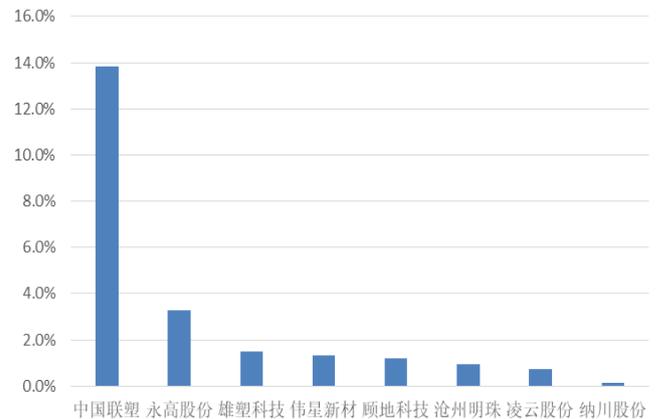
目前，全国塑料管道生产能力已达3000万吨，较大规模的塑料管道生产企业约有3000家以上，年生产能力超过1500万吨，其中年生产能力1万吨以上的企业约为300家，有20家以上企业的年生产能力已超过10万吨。塑料管道整体市场集中度分散，2018年行业龙头中国联塑产量占比为13.8%，其余公司均低于4%。随着行业增速进一步放缓，行业竞争将进一步加剧，同时行业的产业结构调整将会继续深化，落后产能的淘汰速度将逐步加快，行业集中度将进一步提升，行业发展资源将会进一步集中到有品牌优势、有质量保障、有竞争实力的龙头企业。

图 39：塑料管道不同生产规模的企业数量占比



资料来源：中国产业信息网、财富证券

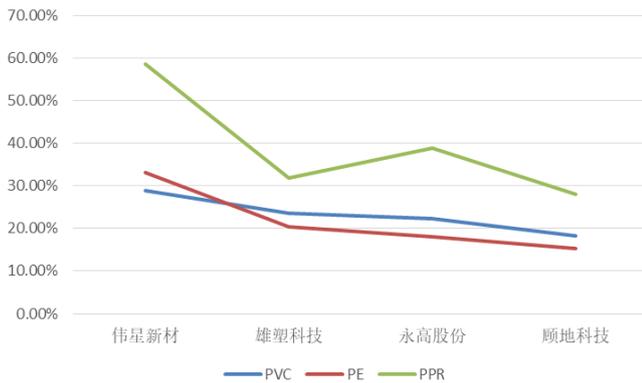
图 40：塑料行业上市公司 2018 年市占率情况



资料来源：Wind、财富证券

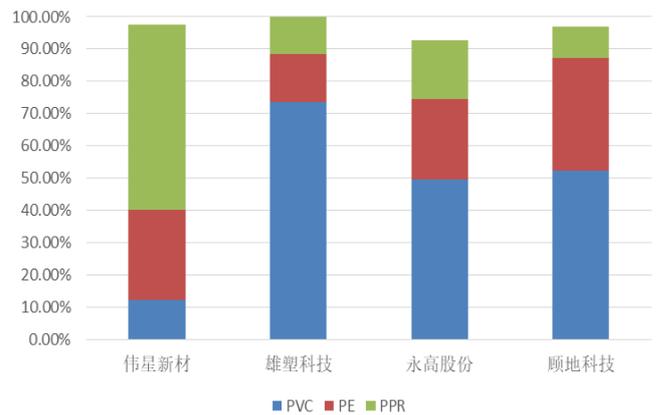
从塑料管道具体下游应用领域来看，大致可以将管道分为家装管道和工程管道两类，其中家装管道应用于建筑给水领域，以 PPR 管道为主，工程管道主要涉及农业、市政给排水、燃气等领域，以 PE 和 PVC 为主。由于 PPR 管道大多用于家庭装修，更靠近消费者终端 (To C)，相比工程管道 (To B) 拥有更高定价权，产品毛利率更高。在上市企业中，伟星新材主营 PPR 家装管道，其余企业大多以 PVC 和 PE 工程管道为主，因此伟星新材毛利率远高于其他企业。与此同时，伟星新材由于其品牌优势不断加强，其 PPR 毛利率也远高于同行，且近年来持续稳定提升。我们认为塑料管道行业中家装管材商业模式更优于工程管材，伟星新材有望借助其品牌、渠道优势继续成长。

图 41：2018 年各上市公司分产品毛利率情况



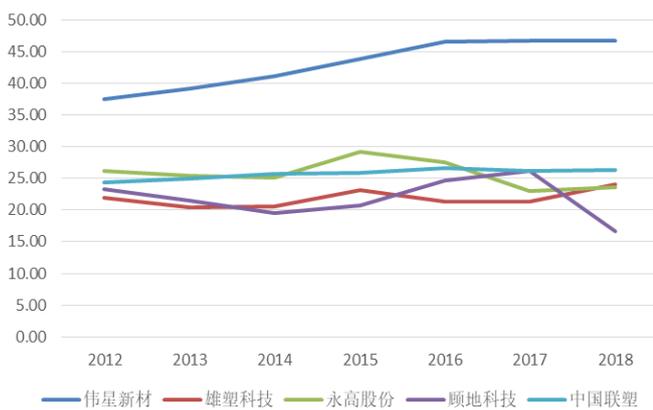
资料来源：Wind、财富证券

图 42：2018 年塑料管道行业各公司营收结构



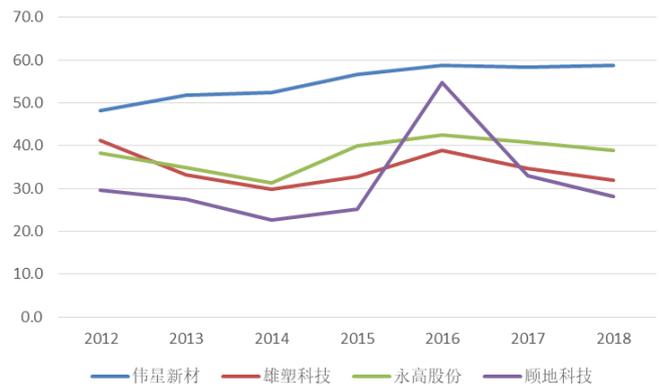
资料来源：Wind、财富证券

图 43：塑料管道行业各公司毛利率对比 (%)



资料来源：Wind、财富证券

图 44：各上市公司 PPR 管道毛利率变化情况 (%)



资料来源：Wind、财富证券

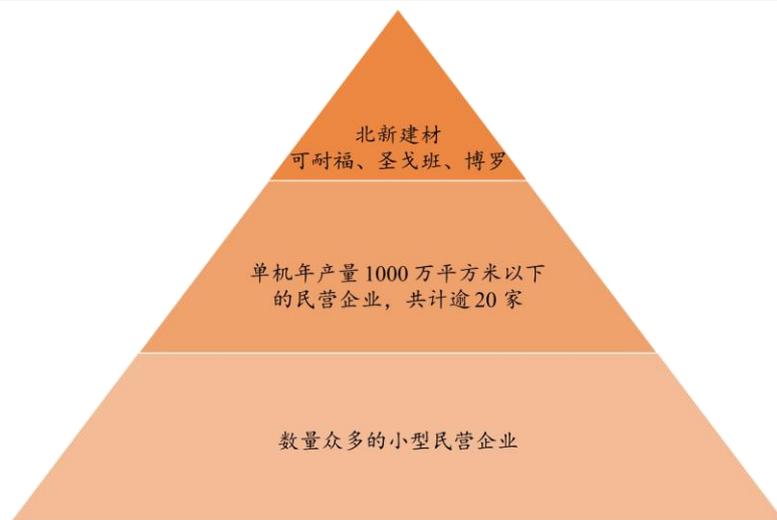
3.3 石膏板：寡头竞争时代，北新建材优势凸显

目前，国内石膏板市场的主要参与者可分为三个梯队。第一梯队为北新建材、可耐福、圣戈班和博罗等国际知名企业，其中北新建材市占率超 50%。截至 2018 年底，北新建材年产能已达 24.7 亿平方米，稳居世界第一，代表生产工艺先进性的单机年产量已可

达到 5000 万平方米，行业领先地位稳固。可耐福、圣戈班和博罗三家国际知名企业在中国石膏板合计产能约为 4 亿平方米，其在中国单机年产量可达 3000 万平方米。第一梯队企业的生产装备、技术研发、产品质量均为国际水平，为目前我国石膏板市场的主要参与者。第二梯队为单机年产量 1000 万平方米以下的民营企业，该类企业主要分布于山东临沂、河北晋州及湖南常德等区域，共计逾 20 家。第三梯队为数量众多的小型民营企业，其产品质量、环保标准等不能达到国家有关标准。

根据国家发改委《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（修正），3000 万平方米/年以下的石膏板生产线被列为限制类项目，1000 万平方米/年以下的石膏板生产线被列为淘汰类项目，因此小规模的生产线受到了国家产业政策的严格限制。此外，干燥窑的余热回收、石膏煅烧节能技术等节能降耗技术也逐渐成为衡量企业技术先进性的重要标准。综合来看，第二、第三梯队的石膏板生产企业仍然面临较大的淘汰压力，行业市场集中度有望继续提升。

图 45：石膏板行业竞争格局



资料来源：北新建材公司公告，财富证券

北新建材旗下拥有“龙牌”和“泰山”两大石膏板品牌，分别定位高端和中端市场，2018 年房地产开发企业 500 强石膏板类中公司两大品牌首选率合计达 40%。我们认为随着行业集中度提升，北新建材有望凭借其成本和规模优势不断提升其市占率。

表 2：2018 年房地产开发企业 500 强首选前 10 公司/首选率（石膏板类）

序号	公司	首选率
1	北新集团建材股份有限公司	29%
2	圣戈班石膏建材（上海）有限公司	16%
3	可耐福新型建筑系统（天津）有限公司	11%
4	泰山石膏股份有限公司	11%
5	优时吉博罗石膏建材（上海）有限公司	9%
6	杰森石膏板（嘉兴）有限公司	7%
7	洛菲尔建材（沈阳）集团有限公司	4%
8	山东拜尔建材有限公司	4%

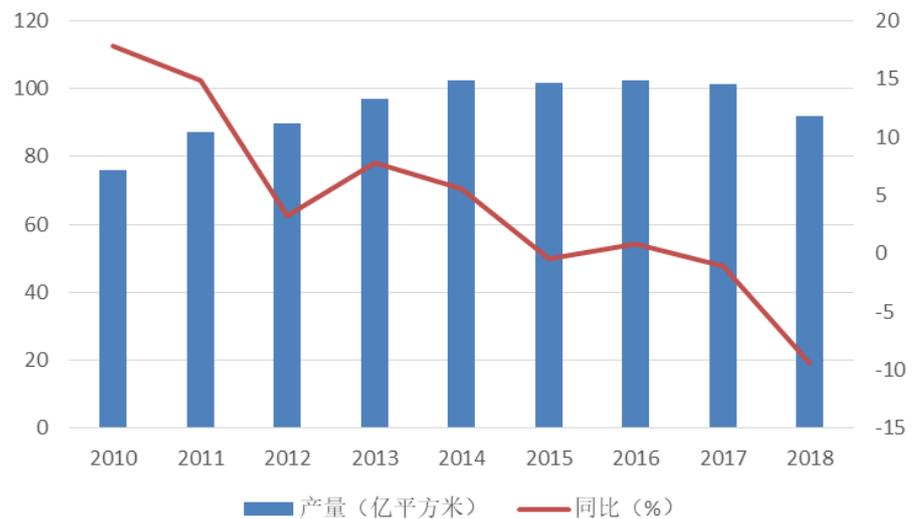
9	千年舟投资集团有限公司	3%
10	德华兔宝宝装饰新材股份有限公司	2%

资料来源：中国房地产业协会官网、财富证券

3.4 建筑陶瓷：群雄逐鹿，关注中高端品牌

2012 年之前，在城镇化加速、装修装饰需求发展推动下，我国建筑陶瓷行业实现了快速扩张，2012-2014 年建筑陶瓷产量进入个位数增长阶段，2014 年产量达到 102 亿平方米，2015-2017 年行业需求保持相对稳定，2018 年受经济下行、房地产调控等多因素影响，建筑陶瓷产量仅为 91.1 亿平方米，同比下滑 10.2%，大幅回落至 2012 年的水平，创下了行业有史以来产量的最大跌幅。根据前述，房地产施工端向竣工端传导有望加速，2019 年下半年房地产竣工端有望迎来修复，将带动建筑陶瓷产量逐步企稳。

图 46：我国建筑陶瓷产量及增速情况

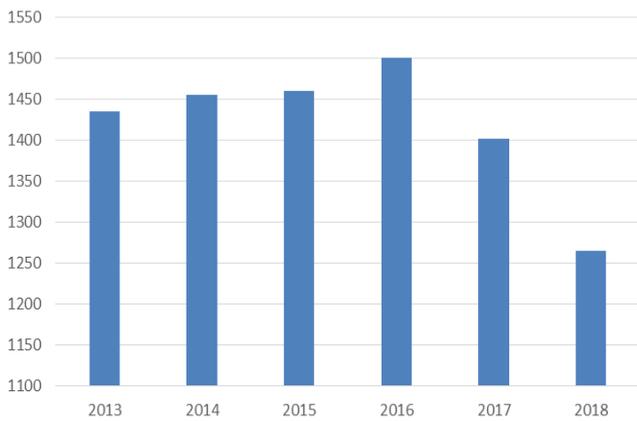


资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，财富证券

2016 年以来规模以上建筑陶瓷企业数量和收入都呈下滑趋势，在行业产能过剩叠加需求下行背景下，行业洗牌加速，产业集中度进一步提高，企业两极分化加剧，市场逐步进入优胜略汰阶段。2018 年仅有 1265 家规模以上建筑陶瓷企业，同比减少 137 家，实现营收 2993.48 亿元，同比下滑 28.09%，实现利润总额 176.05 亿元，同比下降 33.57%，销售利润率为 5.88%，比去年同期下降 0.52 个百分点。

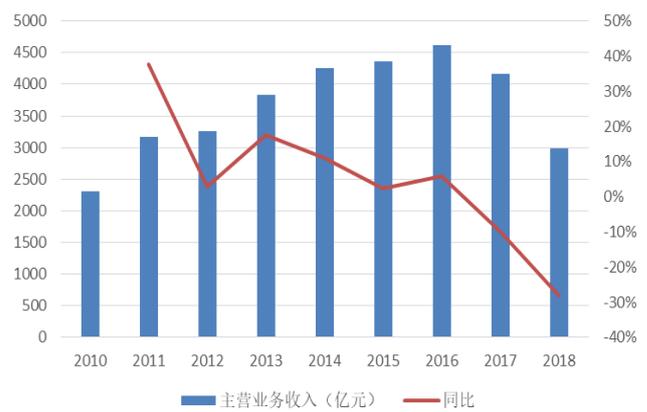
2011 年以来我国陶瓷砖产能利用率持续下滑，2016 年达到低谷，受益于“十三五”规划去产能不断推进，2017 年瓷砖产能利用率回升至 74.45%。根据《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》和《推进建筑卫生陶瓷行业供给侧结构性改革打赢“三个攻坚战”的指导与组织实施的意见》，“十三五”期间需淘汰陶瓷砖产能 30 亿平方米，占总产能比例 21.4%，陶瓷砖的产能利用率将由“十二五”末的 72.9% 提升至 85%。与此同时，到“十三五”末，真正实现企业总数减少三分之一，前 10 家建陶企业生产集中度达到 20%~30%，培育 3~5 家销售额超百亿元国际知名企业，目前来看行业集中度仍有待提升。

图 47：规模以上建筑陶瓷企业数量（个）



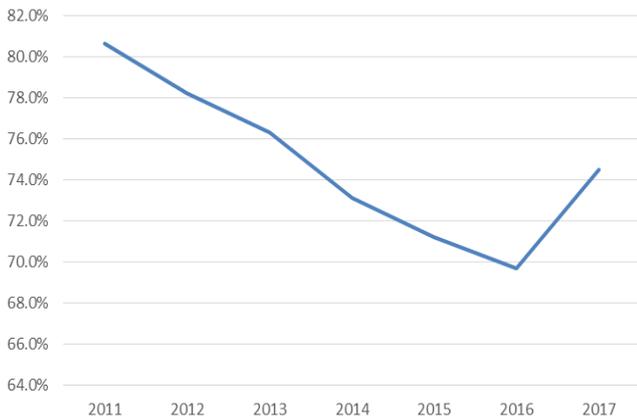
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、财富证券

图 48：规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入及增速



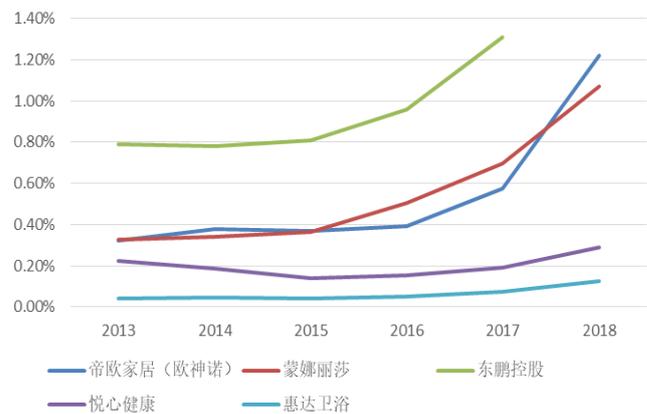
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、财富证券

图 49：我国陶瓷砖产能利用率情况



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、财富证券

图 50：建筑陶瓷上市公司市占率变化情况



资料来源：Wind，中国建筑卫生陶瓷协会、财富证券

随着行业竞争的深入，建筑陶瓷行业竞争的第一梯队中出现了以东鹏、诺贝尔、欧神诺、蒙娜丽莎等定位于中高端市场的高品质建筑陶瓷企业。随着国内市场消费结构不断升级、国家持续推动建筑陶瓷行业进行绿色转型，建筑陶瓷行业中的领先企业的市场占有率正在稳步提升。高品质建筑陶瓷企业面向中高端消费需求，凭借在品牌、研发、生产技术、渠道和服务等方面的优势，产品定价较高，可通过差异化、创新性的产品和服务来吸引消费者，议价能力强，能够有效避免单纯价格战竞争，因此可以保障整体利润水平的稳定，上市企业中可关注帝欧家居、蒙娜丽莎。

4 投资建议

展望 2019 下半年，从周期和成长两个维度来看：我们认为周期板块近几年景气度持续向上主要受益于供给侧收缩影响，而当前供给收缩效应逐步减弱，需求端将成为行业景气与否的核心变量；成长板块核心逻辑在于存量市场下细分龙头的市占率提升，具有长期成长性，建议坚守消费建材优质龙头。

周期板块：房地产投资有望保持韧性，房屋新开工和施工增速或将维持相对高位，基建投资增速也将企稳回升，水泥需求有较大保障，板块盈利仍有较高确定性，行业景气度有望延续；分区域来看，华东、华北、中南和西部地区需求稳定，推荐海螺水泥，关注冀东水泥、华新水泥和塔牌集团。与此同时，我们预计房地产竣工端有望在 2019 下半年迎来修复，可关注玻璃等房地产产业链后端建材需求复苏，建议关注旗滨集团。

成长板块：消费类建材普遍处于产业集中度低、市场竞争不规范的阶段，整体呈现“大行业，小企业”的格局。从产业政策和环保政策角度来看，消费建材行业正面临着产品质量提升、生产许可管理趋严以及环保查处力度加大等挑战，落后产能将逐步淘汰，行业发展将走向规范，行业集中度有望持续提升，龙头企业有望从中受益。同时，随着下游房地产市场和装修装饰行业集中度的提升，行业发展资源也将会进一步集中到有品牌优势、有质量保障、有竞争实力的龙头企业。细分板块中，建议关注防水材料东方雨虹、家装管材伟星新材、石膏板龙头北新建材和建筑陶瓷帝欧家居。

4.1 海螺水泥（600585）：龙头优势突出，产能布局不断完善

产能布局不断完善。截至 2018 年底，公司熟料产能 2.52 亿吨，水泥产能 3.53 亿吨，公司 2019 年计划资本开支支出约 100 亿元，预计新增水泥产能约 400 万吨（不含并购），新增骨料（含机制砂）产能 1700 万吨，产能规模将继续稳步提升。公司国内产能主要布局于华东、中南和西南等长江沿线区域，需求具备支撑，海外产能则分布于印尼、缅甸和柬埔寨等“一带一路”国家，市场空间庞大。

完善“T”型发展战略，成本优势突出。公司采用“T”型发展战略，即充分利用长江这一黄金水道，在长江沿岸石灰石资源丰富的地区建设熟料生产基地；水泥熟料直接从生产基地输送上船，利用低成本的水路运输，在需求丰富的华东沿海地区建设或收购、改建粉磨厂，将水泥熟料粉磨成水泥进行销售，从而形成了“熟料基地+粉磨站”的经营管理模式。同时，公司在长江中下游及沿海大力推进建设或租赁中转库等水路上岸通道，进一步完善市场布局，提升市场控制力。

资源优势明显，积极延伸上下游产业链。目前，各地政府加大对矿山的整治力度，改变采石取土矿山“散、小、乱”的状况，公司具有丰富的石灰石矿山资源，形成了较高的进入壁垒，具有较强优势。同时，公司利用自身资源优势，加快延伸上下游产业链，大力发展骨料产业，积极推进商品混凝土项目，截止 2018 年底，骨料产能 3870 万吨，商品混凝土 60 万立方米。

盈利预测：预计 2019-2021 年公司归母净利润为 310.83、323.83 和 334.60 亿元，对应 EPS 分别为 5.87、6.11 和 6.31 元，给予公司 2019 年 6.5-7.5 倍估值，对应合理价格区间为 38.2-44.0 元，维持公司“推荐”评级。

4.2 旗滨集团（601636）：积极布局深加工领域，高股息具有吸引力

产能布局合理，立足玻璃主消费区。公司国内业务聚焦南方市场，产能布局覆盖我国核心经济区域，拥有浙江陶堰、长兴、平湖，湖南醴陵，广东河源，福建漳州等六大生产基地。2018年，公司在华南、华东和华中三个区域的营收占比达87%，公司生产基地覆盖我国核心经济圈—长三角以及珠三角，靠近终端消费市场，产能规模大，兼具地理和成本优势。

产品升级，布局深加工领域。公司加快产品升级和技术升级，推进新建及技术改造项目建设，产品质量有所提升，玻璃原片附加值逐步提高。与此同时，公司加快产业转型升级，积极向节能玻璃、光伏、光电玻璃等玻璃深加工产业链延伸。目前，公司已有3个节能玻璃生产项目、1个光电光伏玻璃项目投入商业化运营，随着未来公司深加工业务占比不断提升，有望贡献新的盈利增长点。

回购股份彰显公司信心，高股息具有吸引力。截止2019年4月30日，公司累计回购股份数量占公司当前总股本的1.9513%(占本次回购股份公司预计回购最高股数的52.46%)，最高成交价为4.50元/股，最低成交价为3.46元/股。公司后续将根据市场情况继续推进股份回购，回购股份将用于员工持股计划或者股权激励，彰显管理层对未来发展信心。根据公司2017-2021年分红计划，公司每年向股东现金分配股利不低于当年实现的可分配利润的50%，2018年分红率65.1%，对应当前股息率达8%，具有较大吸引力。

盈利预测：预计2019-2021年公司归母净利润为12.25、13.06和14.78亿元，对应EPS分别为0.46、0.49和0.55元，给予公司2019年9-10倍估值，对应合理价格区间为3.7-4.6元，维持公司“谨慎推荐”评级。

4.3 东方雨虹(002271)：优质防水龙头，成长动力不减

产能扩张不断推进，全国化布局优势凸显。2018年公司在安徽芜湖、青岛莱西、杭州建德、河南濮阳投资建设的生产基地相继投产，全国产能布局进一步优化。公司在全国布局27个生产物流研发基地，产能分布广泛合理，可减小公司运输和服务半径，确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场。

组织架构优化，大力发展“合伙人制度”。公司近期合并业务板块，目的在于减少管控环节、提升资源利用效率，预计随着公司组织架构调整落地，公司管理水平有望迈上新的台阶。与此同时，公司更大范围的推行业务合伙人机制，鼓励业务人员转合伙人，通过合伙形式开展业务，一方面能从本质上解决业务人员的激励问题，另一方面可以辅助公司解决应收账款额度大及加快现金流回流效率的问题。

规模优势明显，多品类协同发展值得期待。公司作为防水龙头具有规模优势，与其他公司相比，整体成本控制较好，且兼具一定品牌溢价，盈利能力处于高位。与此同时，公司积极布局民建防水、保温材料、非织造布、特种砂浆、建筑涂料、建筑修缮等协同业务，未来有望打造新的业绩增长点。

盈利预测：预计2019-2021年公司归母净利润为18.52、22.23和25.06亿元，对应

EPS 分别为 1.24、1.49 和 1.68 元，给予公司 2019 年 17-19 倍估值，对应合理价格区间为 21.1-23.6 元，维持公司“推荐”评级。

4.4 伟星新材（002372）：品牌、渠道优势明显，打造高品质家装管龙头

产能顺利扩张，渠道日益完善。公司西安工业园已于 2019 年一季度正式投产，预计随着产能释放，将逐步拓宽西部市场，公司市占率将进一步提升。目前公司在全国各地设有 30 多家销售分公司及办事处，20000 多家销售网点，产品销售渠道日益完善，未来公司将重点加强对三、四线城市的渠道建设，同时在全国成熟区域继续推进渠道纵向下沉到乡镇一级，在薄弱区域增加营销网点密度，从地区一级下沉到县一级。

“高品质+品牌+星管家”打造家装管龙头。公司采用优质原料、先进生产设备、严格质量检测等，保证产品的优异品质；同时重视品牌建设，不断投入增值品牌内涵；与此同时，公司推出“星管家”服务，积极做好上门服务，包括检测等环节。公司虽在产品价格上较市场其他厂家有所溢价，但公司产品“高品质+品牌+星管家”的多方优势具有更高的吸引力，看好公司在产品定价方面具有较强的优势。

“同心圆”战略效果逐步显现。公司充分利用现有渠道和服务资源，以 PPR 管道为核心，加大“同心圆”产业链产品的推广力度：一是加大 PVC 等家装系列管道的配套销售力度；二是不断优化防水和净水业务模式。2018 年公司其他产品（主要为防水产品）营收 1.12 亿元，同比增长 85.54%，2019 年 2 月公司新设浙江伟星净水科技有限公司，预计公司 2019 年防水和净水业务将维持较高增长，“同心圆”战略效果将逐步显现。

盈利预测：预计 2019-2021 年公司归母净利润为 11.3、12.65 和 14.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.86、0.96 和 1.07 元，给予公司 2019 年 20-23 倍估值，对应合理价格区间为 17.2-19.8 元，维持公司“推荐”评级。

4.5 北新建材（000786）：产能扩张持续推进，市占率有望进一步提升

加速产能布局。2018 年公司石膏板产能达 24.7 亿平方米，较 2017 年增加 2.88 亿平方米，石膏板 30 亿平方米产能布局稳步推进。与此同时，公司 2018 年通过联合重组山东万佳建材有限公司系石膏板企业，加快行业整合，优化产品布局，市占率进一步提升。

筹建 40 万吨护面纸产能，进一步降低生产成本。公司为满足全资子公司泰山石膏有限公司的生产需要，同意泰山石膏在山东泰安投资建设年产 40 万吨护面纸生产线，并配套建设 240t/h 高效锅炉、B30MW 热电联产机组、污水处理站和 6 万吨/年度渣造粒系统。若 40 万吨护面纸产能成功投产，将极大程度提高公司原材料自给率，进一步降低生产成本，有利于稳定产品毛利率水平。

行业龙头优势明显。公司定位中高端市场，旗下“龙牌”和“泰山”产品拥有较高的知名度与美誉度，品牌优势明显。公司作为行业龙头，对下游具有较高的定价权，可一定程度上将上游成本压力传导至消费终端，竞争优势明显。随着石膏板在住宅装修和

隔墙装饰领域的推广应用，同时装配式建筑迎来发展机遇，石膏板将添新的增量市场，公司有望持续从中受益。

盈利预测：预计 2019-2021 年公司归母净利润为 26.13、29.44 和 31.16 亿元，对应 EPS 分别为 1.55、1.74 和 1.84 元，给予公司 2019 年 12-14 倍估值，对应合理价格区间为 18.6-21.7 元，维持公司“推荐”评级。

4.6 帝欧家居（002798）：进军高端瓷砖领域，主业协同未来可期

进军高端瓷砖领域，卫浴、陶瓷两大业务协同可期。公司于 2018 年 1 月完成与佛山欧神诺陶瓷有限公司的重大资产重组交割事项，成功进军高端瓷砖领域，并更名为“帝欧家居”，业务拓展至建筑陶瓷和卫生洁具两大建材领域。公司卫浴业务主要以零售渠道为主，与欧神诺合并后，可充分利用欧神诺与工装客户合作的渠道并借鉴欧神诺自营工程服务经验，积极开拓卫浴直营工程业务，为公司卫浴产品进入房地产工装市场开启新篇章，进一步拓宽卫浴产品的销售渠道。欧神诺也可利用卫浴已有渠道在零售渠道方面采用多元化渠道布局与深耕，加速网点覆盖、渠道下沉。

欧神诺产能扩充，业绩增长有保障。2018 年欧神诺在广西藤县中和陶瓷产业区投资建设了“欧神诺八组年产 5000 万平方高端墙地砖智能化生产线(节能减排、节水)项目”，位于广西的一期项目厂房已投入使用，2018 年建成的生产线日均产能 70000 平方米/天，未来公司将根据销区布局情况适时筹建二期项目。景德镇生产基地的扩产升级项目也已建成并投入使用，2018 年新增的生产线日均产能 17000 平方米/天。欧神诺凭借其在工程业务自营模式多年累积的先发优势，契合了房地产新建住宅精装房的发展趋势，随着零售模式革新和渠道下沉布局逐步推进，有望为公司贡献稳定业绩。

盈利预测：预计 2019-2021 年公司归母净利润为 4.78、5.77 和 6.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.24、1.50 和 1.78 元，给予公司 2019 年 16-20 倍估值，对应合理价格区间为 19.8-24.8 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

房地产、基建投资大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438