



Research and
Development Center

潮起海天阔，扬帆正当时

非金属建材行业 2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 12 日

丁士涛 行业分析师

冯孟乾 研究助理

潮起海天阔，扬帆正当时

2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 12 日

本期内容提要：

- ◆ **房地产韧性十足，基建投资企稳回升。**当前房地产投资增速韧性十足，高于市场预期，同时受益大中城市拉动，房地产销售情况略有好转，并未如预想中悲观。随着整体融资环境有所改善，房企融资难度降低，资金压力有所缓解。在期房竣工刚性要求下，房企施工节奏明显加快。面对我国经济下行压力以及复杂多变的外部环境，基建作为逆周期调节的重要抓手，在积极的财政政策支撑下，已温和回暖。
- ◆ **建筑行业：基建板块确定性最高，关注交建勘设领域。**本轮基建提速以区域性、结构性补短板为主线。根据国家统计局数据，2019 年 1-4 月，铁路运输以及道路运输投资是推动基建投资增长的主要动力。我们认为，后续交通领域基础设施建设项目有望获全力推进，相关勘察设计需求也随之增加。
- ◆ **建材行业：水泥行业高景气仍将延续，玻璃供需存改善预期。**由于需求超预期增长，进入 2019 年，水泥价格表现强势。随着基建投资回暖，水泥行业下游需求仍将稳中有升，而供给端整体限产力度并未放松，行业供需紧平衡将继续支撑水泥价格高位运行。此外，受益区域基础设施建设，我们看好粤港澳大湾区及西北地区市场行情。随着玻璃行业盈利下滑，企业冷修意愿提升，复产动力不足，行业的有效供给存收缩预期。近两年，受房企“高周转”战略以及资金紧张的影响，地产竣工面积低迷。当前房企资金压力有所缓解，施工节奏已明显加快，未来房地产领域对玻璃的需求有望提升。
- ◆ **投资逻辑与评级：**我们认为，房地产产业链节奏已处于由新开工向施工环节传导过程中，且随着政府融资渠道开始拓宽，基建投资全年有望保持中速增长。由于房地产施工与基建投资均呈向好趋势，作为相关度较高的建筑建材行业将充分受益，我们维持行业至“看好”评级。
- ◆ **个股推荐：**华新水泥、东方雨虹、苏交科，建议关注旗滨集团、塔牌集团和祁连山。
- ◆ **风险因素：**宏观经济下行；基建投资回升不及预期；房地产投资下行超预期；水泥行业供给端收缩不达预期。

证券研究报告

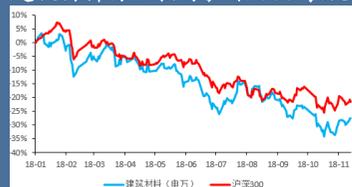
行业研究——投资策略

非金属建材行业



上次评级：看好， 2018.12.05

建筑材料行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 83326718

邮箱：dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730

邮箱：fengmengqian@cindasc.com

相关研究

《继续看好水泥龙头，玻纤基本面持续改善》2018.06.29

《基建暖春将至，荣花含苞待放》2018.12.05

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 投资聚焦 | 1 |
| 房地产韧性十足，基建投资企稳回升 | 2 |
| 房地产：投资韧性超预期，施工节奏加快 | 2 |
| 基建：逆周期调节政策启动，基建投资复苏可期 | 5 |
| 建筑行业：基建板块确定性最高，关注交建建设领域 | 7 |
| 行业盈利继续增长，基础建设板块表现良好 | 7 |
| 勘察设计行业：步入景气周期，交建领域需求有望释放 | 8 |
| 建材行业：水泥行业高景气仍将延续，玻璃供需存改善预期 | 11 |
| 行业业绩整体较好，水泥企业表现依旧亮眼 | 11 |
| 水泥行业：需求超预期回升，行业继续维持高景气 | 13 |
| 玻璃行业：需求回暖叠加冷修高峰，行业景气度有望回升 | 17 |
| 防水材料：大型企业强者愈强，下游需求毋需悲观 | 22 |
| 行业评级与投资主线 | 25 |
| 推荐公司 | 26 |
| 风险因素 | 29 |

表目录

| | |
|------------------------|----|
| 表 1：粤港澳大湾区交通运输体系规划 | 15 |
| 表 2：2018 年冷修玻璃产线统计 | 19 |
| 表 3：2018 年我国玻璃产线冷修复产情况 | 20 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1：房地产开发投资完成额情况 | 2 |
| 图 2：土地购置面积情况（万平方米） | 2 |
| 图 3：房地产建筑工程投资额及同比变化 | 3 |
| 图 4：商品房销售面积情况 | 3 |
| 图 5：房屋新开工面积与房屋竣工面积关系 | 4 |
| 图 6：商品房期房和现房销售面积对比 | 4 |
| 图 7：房地产企业到位资金情况 | 4 |
| 图 8：地方政府专项债发行情况 | 5 |
| 图 9：2014-2019 年基础设施建设投资情况（亿元） | 5 |
| 图 10：公共财政支出情况 | 6 |
| 图 11：政府性基金支出情况 | 6 |
| 图 12：2018 年及 2019Q1 各细分行业基建投资增速变化 | 6 |
| 图 13：2013-2019Q1 建筑行业营业总收入（亿元） | 7 |
| 图 14：2013-2019Q1 建筑行业净利润（亿元） | 7 |
| 图 15：2013-2019Q1 建筑行业各细分行业营业总收入（亿元） | 8 |
| 图 16：2013-2019Q1 建筑行业各细分行业净利润（亿元） | 8 |
| 图 17：我国工程勘察设计企业营业总收入 | 9 |
| 图 18：我国工程勘察设计企业利润总额 | 9 |
| 图 19：我国工程勘察设计企业逐年增长 | 10 |
| 图 20：我国工程勘察设计行业从业人员 | 10 |
| 图 21：2011-2019 全国水泥价格指数（点） | 11 |
| 图 22：2011-2019 全国玻璃价格指数（点） | 11 |
| 图 23：2013-2019Q1 建材行业营业总收入（亿元，%） | 12 |
| 图 24：2013-2019Q1 建材行业净利润（亿元，%） | 12 |
| 图 25：2013-2019Q1 水泥、玻璃与其他建材营业总收入（亿元） | 12 |
| 图 26：2013-2019Q1 水泥、玻璃与其他建材净利润（亿元） | 12 |
| 图 27：2011-2019 我国水泥产量（亿吨，%） | 13 |
| 图 28：各地区水泥均价（PO42.5，元/吨）（截至 2019 年 6 月 7 日） | 13 |
| 图 29：2008-2018 我国水泥熟料设计总产能及增速（亿吨，%） | 14 |
| 图 30：2008-2018 我国新增水泥熟料设计产能及增速 | 14 |
| 图 31：水泥下游需求占比 | 15 |
| 图 32：新疆水泥产量情况 | 16 |
| 图 33：甘肃水泥产量情况 | 16 |
| 图 34：宁夏水泥产量情况 | 17 |
| 图 35：陕西水泥产量情况 | 17 |
| 图 36：2012-2019 浮法玻璃总产能与在产产能（亿重量箱） | 18 |
| 图 37：2012-2019 平板玻璃产量与增长率（亿重量箱，%） | 18 |
| 图 38：平板玻璃下游需求占比 | 21 |
| 图 39：全国主要城市浮法玻璃价格（元/重量箱） | 22 |
| 图 40：防水行业规模以上企业营收规模 | 23 |
| 图 41：防水行业规模以上企业利润总额规模 | 23 |
| 图 42：防水材料下游需求占比 | 23 |
| 图 43：防水材料使用部位分布 | 23 |
| 图 44：十大房企市场行业集中度 | 24 |
| 图 45：2018 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌 | 24 |

投资聚焦

关键假设点

房企施工节奏加快；水泥行业供给难以放量；玻璃行业步入冷修高峰期。

有别于大众的认识

当前基建投资增速较为温和，但随着“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”、“开发区城投可 IPO 上市”等政策出台，地方政府融资渠道进一步拓宽，我们认为全年基建投资将保持中速增长。

市场对玻璃行业供给是否收缩仍有疑虑。我们认为，目前行业内较多产线均属于“超龄服役”，且当前行业盈利情况并未明显好转，从产品品质和经济角度来考虑，产线集中冷修情况出现概率仍然较大。

推荐逻辑

当前房地产投资增速韧性十足，高于市场预期，同时受益大中城市拉动，房地产销售情况略有好转，并未如预想中悲观。随着整体融资环境有所改善，房企融资难度降低，资金压力有所缓解。在期房竣工刚性要求下，房企施工节奏明显加快。2019年1-4月份，建筑工程投资同比增长9.1%。我们认为，地产链节奏已处于由新开工向施工环节传导过程中。

面对我国经济下行压力以及复杂多变的外部环境，基建作为逆周期调节的重要抓手，在积极的财政政策支撑下，已温和回暖。随着政府融资渠道开始拓宽，我们维持基建投资全年保持中速增长的判断。

由于房地产施工与基建投资均呈向好趋势，作为相关度较高的建筑建材行业将充分受益，我们维持行业至“看好”评级。

各细分行业中，建议关注：步入景气周期，基建“稳增长”背景下的交建勘设企业；需求企稳回升、行业继续高景气的水泥企业；需求回暖叠加冷修高峰的玻璃原片龙头；受益下游房企集中度提升的防水材料龙头。

市场表现催化剂

房地产投资继续超预期增长；基建投资大幅回暖；建材行业供给端收缩超预期。

个股推荐

华新水泥、东方雨虹、苏交科，建议关注旗滨集团、塔牌集团和祁连山。

风险因素

宏观经济下行；基建投资回升不及预期；房地产投资下行超预期；水泥行业供给端收缩不达预期。

房地产韧性十足，基建投资企稳回升

房地产：投资韧性超预期，施工节奏加快

房地产投资仍旧高位，销售情况并未严重恶化

房地产投资增速高于市场预期。2019年1-4月份，我国房地产开发投资完成额达到34,217亿元，同比增长11.85%，超出2018年全年增速2.32个百分点。通常房地产开发投资主要受土地购置和建筑施工两方面因素影响。虽然当前土地购置面积下滑严重，但由于前期购置延后结算，使得土地购置费计入房地产开放投资数额仍然较大。此外，随着房企施工节奏加快，建筑工程投资明显提升，2019年前4个月达到19,704亿元，同比增长9.1%。

受益大中城市拉动，房地产销售情况略有好转。由于房地产调控总基调仍然坚持“房住不炒”，棚改货币化等政策也在收紧，自2018年下半年以来，房地产销售步入下行区间。2018年，全国商品房销售面积为171,654万平方米，同比增长1.30%，增速较上年同期下滑6.4个百分点。进入2019年，房地产销售似有回暖迹象，2019年1-4月，全国商品房销售面积为42085万平方米，同比下降0.3%，但降幅较一季度收窄0.6个百分点。我们认为，随着限购条件等政策的适当放宽，一线和部分二三线城市商品房销售有所好转，进而对销售总量形成支撑。2019年1-5月份，30大中城市房地产成交面积为6703.22万平方米，同比增长10.45%。

图1：房地产开发投资完成额情况

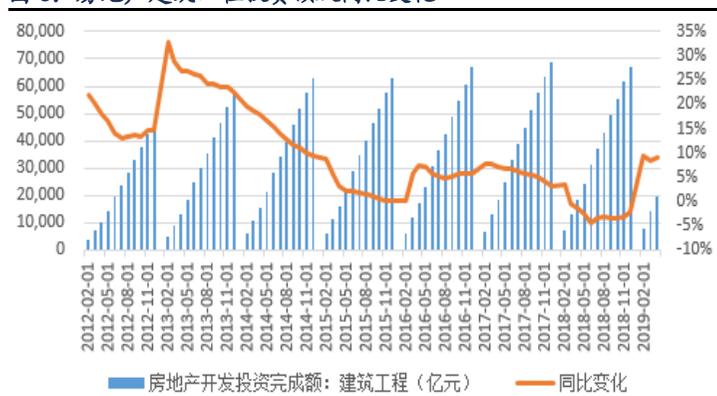


资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：土地购置面积情况（万平方米）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3： 房地产建筑工程投资额及同比变化


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4： 商品房销售面积情况

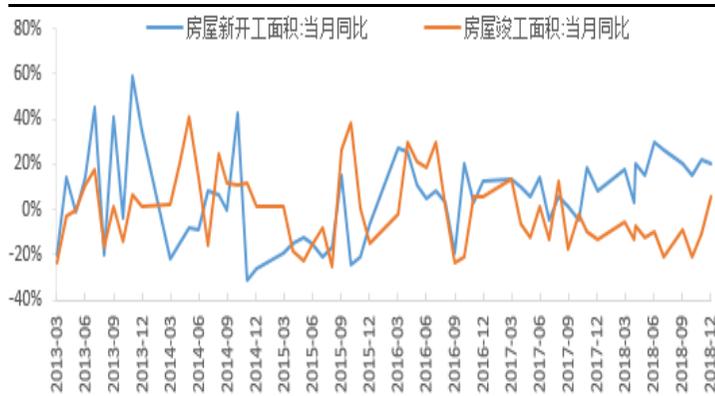

资料来源：万得，信达证券研发中心

房地产施工节奏加快，利好相关建筑和建材企业

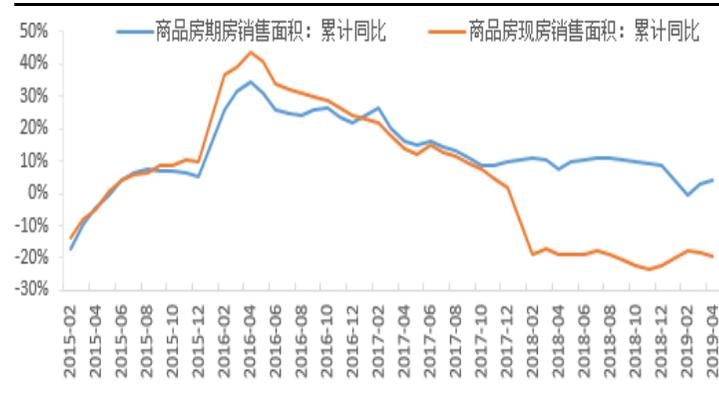
房屋新开工面积高速增长，而竣工面积持续低迷，存有较大施工需求尚待填补。根据历史数据分析，房屋竣工面积增速相对于新开工面积增速存在1年左右的滞后期，目前两者滞后期明显拉长。2016年年初至今房屋新开工面积一直处于上升通道，但房屋竣工面积增速却在逐渐下滑。2018年，房屋新开工面积累计为209,342万平方米、同比增长17.2%，房屋竣工面积累计为93,550万平方米、同比减少7.8%。2019年1-4月，房屋新开工面积同比增长13.10%，竣工面积同比减少10.30%。

我们认为房屋新开工面积高速增长的原因，主要有两方面：一是由于经过一轮拿地高潮，房企土地储备较多，为避免缴纳闲置费，新开工面积增长有其必然性；二是由于在国家金融去杠杆的大背景下，房企融资渠道收缩明显，为加快资金回笼，同时也为抢在行业下行拐点到来之前加紧销售，因此房企推盘意愿强烈。2018年之前，商品房期房销售面积和现房销售面积增速较为一致，但2018年二者出现较大分化，期房销售面积为14.06亿平方米、同比增长8.70%，现房销售面积为3.10亿平方米、同比减少22.40%。

房屋竣工面积增速低迷主要还是受到房企“高周转”战略以及资金紧张的影响，为缓解资金压力，开发商有意调整施工节奏，放缓施工进度。

图 5：房屋新开工面积与房屋竣工面积关系


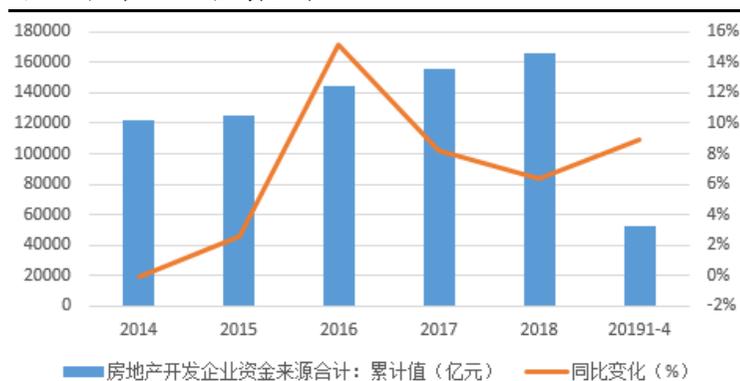
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：商品房期房和现房销售面积对比


资料来源：万得，信达证券研发中心

房企融资难度降低，资金压力有所缓解。当前我国货币政策稳健中性、松紧适度，保持流动性合理充裕。2018 年已经历数次降准，整体融资环境有所改善，2019 年一季度社会融资规模增量累计为 8.18 万亿元，比上年同期增加 40.07%。根据 21 世纪经济报道数据，2019 年年初，多家房企公布的融资成本均比之前有所降低，再次出现了企业债利率不足 4% 的融资。2019 年 1-4 月份，房地产开发企业到位资金 52466 亿元，同比增长 8.9%，较上年同期提升 6.8 个百分点。

由于房地产调控力度仍然较大，房企投资趋于谨慎，拿地热情降低，土地购置面积下滑严重。房企现有资金有望更集中在当前项目建设。2019 年 1-4 月份，建筑工程投资同比增长 9.1%，证实投资增速确实在回升。我们认为，地产链节奏已处于由新开工向施工环节传导过程中。

图 7：房地产企业到位资金情况


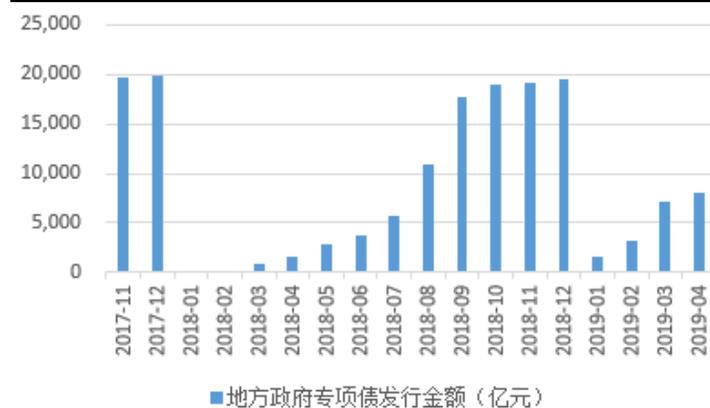
资料来源：万得，信达证券研发中心

基建：逆周期调节政策启动，基建投资复苏可期

面对我国经济下行压力以及复杂多变的外部环境，基建投资将是逆周期调节的重要抓手。2018年12月底举行的中央经济工作会议指出：2019年宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，较大幅度增加地方政府专项债券规模。根据2019年国务院政府工作报告，全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，较上年同期增加8000亿元，将重点支持重大在建项目建设和补短板。

在积极的财政政策支撑下，基建投资温和回暖。与以往相比，2019年地方专项债发行节奏明显加快，此外财政支出和政府性基金支出增速仍旧较高，这均对基建投资形成支撑。2019年1-4月，全国发行地方政府专项债券合计8117亿元，同比增加414.71%，财政支出和同比增长15.18%，政府性基金支出同比增长38.34%。在多重政策发力的作用下，2019年1-4月份，我国基础设施投资完成额（不含电力）同比增长4.40%，增速较2018年全年提升0.6个百分点。

图8：地方政府专项债发行情况

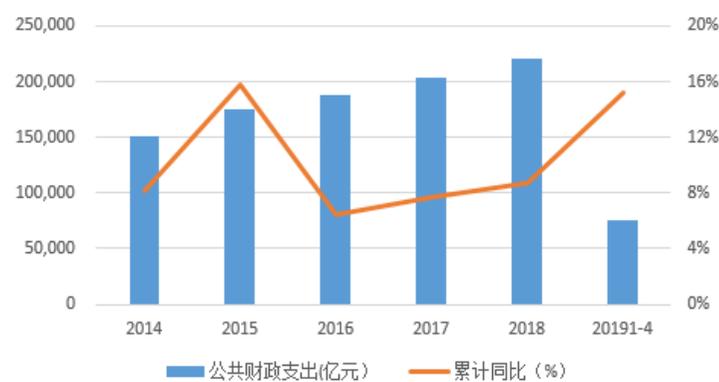


资料来源：万得，信达证券研发中心

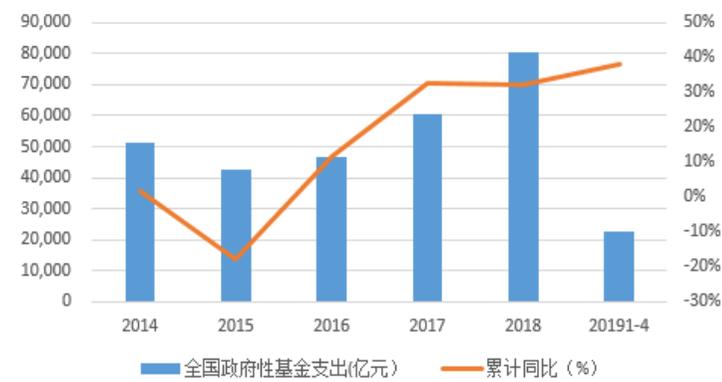
图9：2014-2019年基础设施建设投资情况（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10: 公共财政支出情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 政府性基金支出情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

生态保护和环境治理、铁路运输以及道路运输投资是推动基建投资增长的主要动力。2019年1-4月,在我国基建投资各细分领域中,生态保护和环境治理业投资同比增长37.6%,铁路运输业投资增长12.3%,道路运输业投资增长7%,是增幅较高的三类。

图 12: 2018 年及 2019Q1 各细分行业基建投资增速变化


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

随着政府融资渠道开始拓宽,我们维持基建投资全年保持中速增长的判断。根据发改委发布的《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年基础设施拟建项目数量较上年增长5.3%。发改委基建投资项目批复速度在2018年四季度明显加快,而基建项目落地周期一般为1年左右,2019年下半年全国基建投资有望加速。

建筑行业：基建板块确定性最高，关注交建勘设领域

行业盈利继续增长，基础建设板块表现良好

行业盈利仍然保持增长。根据申万一级分类，2018年，建筑装饰行业129家上市公司的营业总收入为48,602亿元，同比增长11.48%，增速下滑0.50个百分点；净利润为1768亿元，同比增长12.55%，增速下滑8.48个百分点。2019年一季度，建筑装饰行业129家上市公司的营业总收入为10,946亿元，同比增长14.41%；净利润为387亿元，同比增长17.73%。

建筑行业各细分领域中，房建和基建表现较好，园林工程略显挣扎。2019年一季度，基础建设领域36家公司实现营业总收入5771亿元，同比增长14.23%；净利润190亿元，同比增长20.74%。房屋建设领域15家公司实现营业总收入3693亿元，同比增长14.80%；实现净利润140亿元，同比增长21.47%。装修装饰领域24家公司实现营业收入240亿元，同比增长5.20%；实现净利润14亿元，同比减少3.51%。园林工程领域23家公司实现营业总收入78亿元，同比减少22.31%；实现净利润-1亿元，同比减少137.82%。专业工程领域31家公司实现营业总收入1164亿元，同比增长19.93%；实现净利润44亿元，同比增长16.10%。

图 13: 2013-2019Q1 建筑行业营业总收入 (亿元)

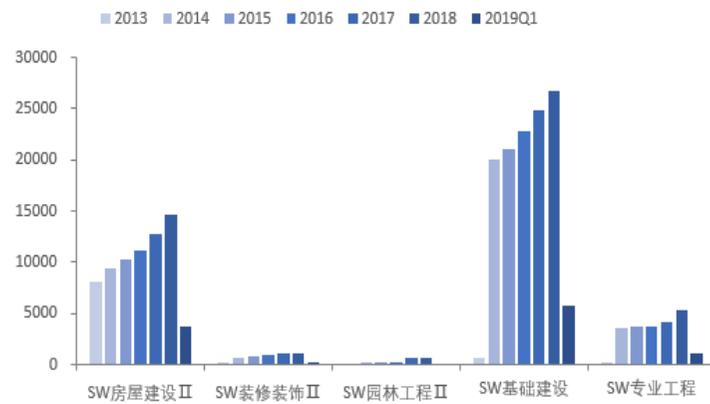


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

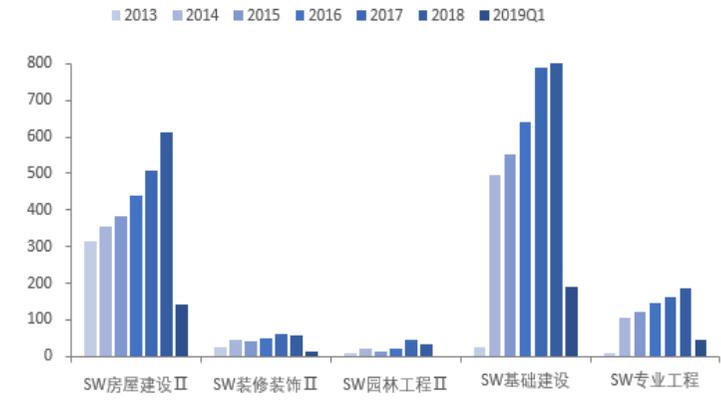
图 14: 2013-2019Q1 建筑行业净利润 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 2013-2019Q1 建筑行业各细分行业营业总收入 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 2013-2019Q1 建筑行业各细分行业净利润 (亿元)


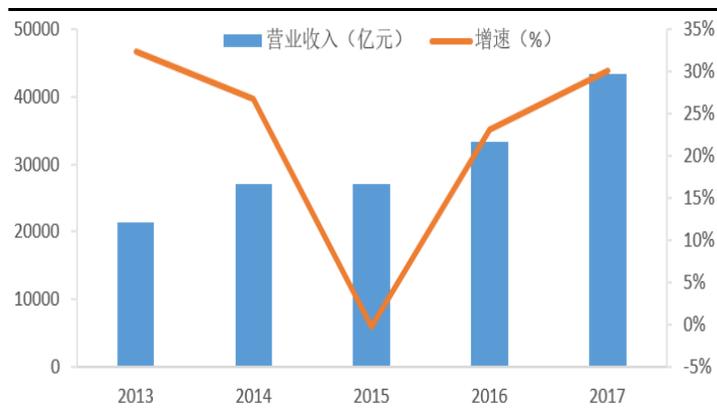
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

勘察设计行业: 步入景气周期, 交建领域需求有望释放

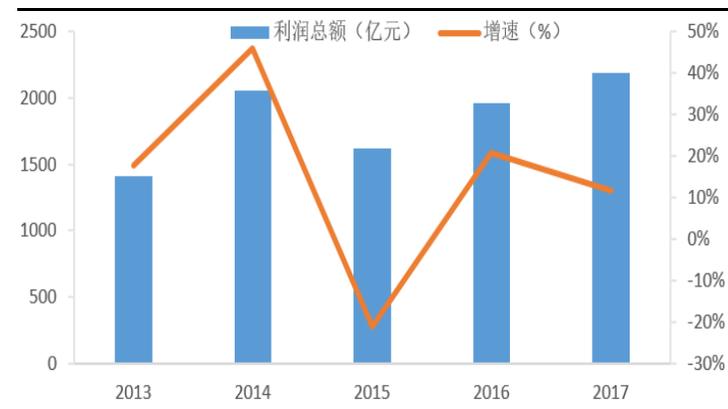
供给: 市场规模不断扩大, 集中度提升乃大势所趋

工程勘察设计行业位于建筑行业产业链前端, 最先感知建筑行业景气变化。工程勘察设计主要工作内容包括对工程的地质状况进行调查研究、对工程结构进行设计以及工程价款的概预算等。一般情况下, 在工程项目立项后, 即需进行勘察设计工作, 而后方能开展建设施工, 因此勘察设计的保证工程质量和建设项目安全的重要前提, 并且在工程建设需求放量之时率先受益。

在国家政策的指引下, 工程勘察设计行业逐步回暖, 保持中高速发展态势。2017年, 住建部印发《工程勘察设计行业发展“十三五”规划》, 要求: 至2020年末, 工程勘察设计行业营业收入年均增长要达到7%。根据住建部《2017年全国工程勘察设计统计公报》数据, 2017年我国工程勘察设计行业共实现营业收入43391.3亿元, 同比增长30.16%; 实现利润总额2189亿元, 同比增长11.61%。

图 17: 我国工程勘察设计企业营业总收入


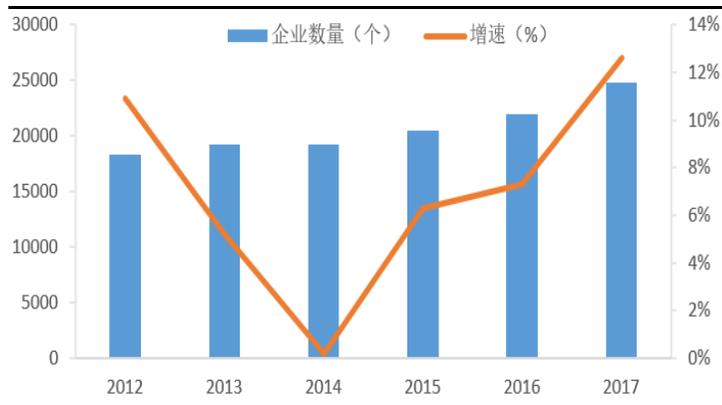
资料来源: 住建部, 信达证券研发中心

图 18: 我国工程勘察设计企业利润总额


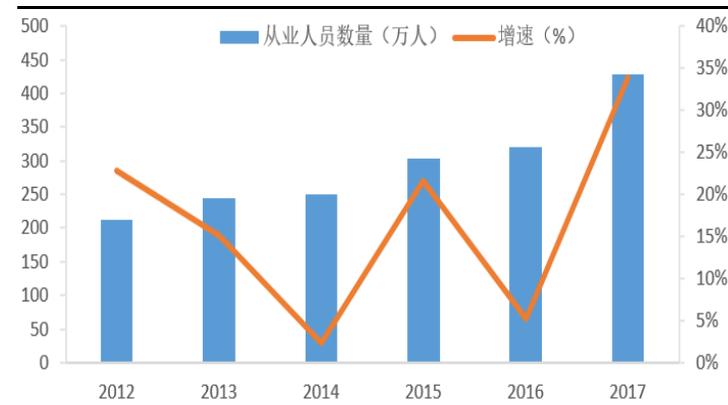
资料来源: 住建部, 信达证券研发中心

随着进入企业逐渐增多, 行业竞争愈发激烈。虽然当前勘察设计行业依然存在资质管理限制以及地方保护现象, 但市场化趋势日益明显, 新兴的民营设计事务所、改制完成的设计院以及外资设计公司等各路人马纷纷参与到行业当中, 导致整个行业竞争度不断提高。《2017年全国工程勘察设计统计公报》数据显示, 2017年工程勘察设计企业合计达到**24754**家, 同比增长**12.60%**; 从业人员达到**428.6**万人, 同比增长**33.90%**。

行业集中度提升将是大势所趋。由于特殊的历史背景, 工程勘察设计企业被进行条块分割, 具有明显的地域性。具体到交通领域, 工程勘察设计企业主要为当地政府服务, 承接的业务基本是在本地, 外地企业难以进入当地市场, 而自身也很难走出去。随着市场竞争日益激烈, 业内企业利润被不断压缩, 如何解决产能过剩已成为迫切需要解决的问题。参考国内外成功案例(如美国工程设计咨询企业巨头AECOM), 我们认为行业要健康发展, 大型企业通过跨区域并购提升行业集中度是一条可行之路, 收购企业通过横向并购不仅可以扩大经营领域, 同时也能完善自身资质等级, 进而做大做强; 被收购企业也可以依托更大的平台以及更高的资质谋求进一步发展。

图 19: 我国工程勘察设计企业逐年增长


资料来源: 住建部, 信达证券研发中心

图 20: 我国工程勘察设计行业从业人员


资料来源: 住建部, 信达证券研发中心

需求: 基建“稳增长”背景下, 交建设计领域受益确定性高

当前基础设施建设投资已企稳回升, 并且后期有望继续回暖。前文提到, 2019年1-4月, 铁路运输以及道路运输投资在基建各细分领域中涨幅较高, 是推动基建投资增长的主要动力。

未来交通领域基础设施建设项目有望获全力推进, 相关勘察设计需求也随之增加。根据国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 未来将“围绕打好精准脱贫、污染防治攻坚战, 着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板”。《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》也指出: “以中西部为重点, 加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目, 加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设”、“加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目”。

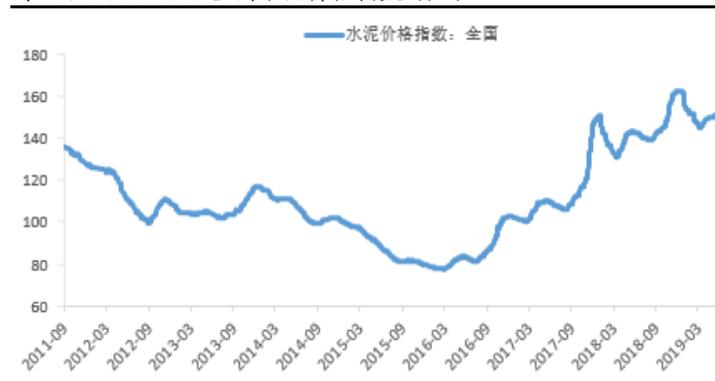
建材行业：水泥行业高景气仍将延续，玻璃供需存改善预期

行业业绩整体较好，水泥企业表现依旧亮眼

水泥行业景气延续，玻璃价格高位回落。2019年在下游需求稳中有升的背景下，水泥行业依靠错峰生产和环保限产，将供给压制在合理范围内，从而使水泥价格维持在相对高位。玻璃行业受房地产施工节奏放缓的影响，需求持续萎靡，导致价格不断下滑。截至2019年5月31日，全国水泥价格指数为150点，较上年同期上涨4.99%；全国玻璃价格指数为1,089点，较上年同期下降8.22%。

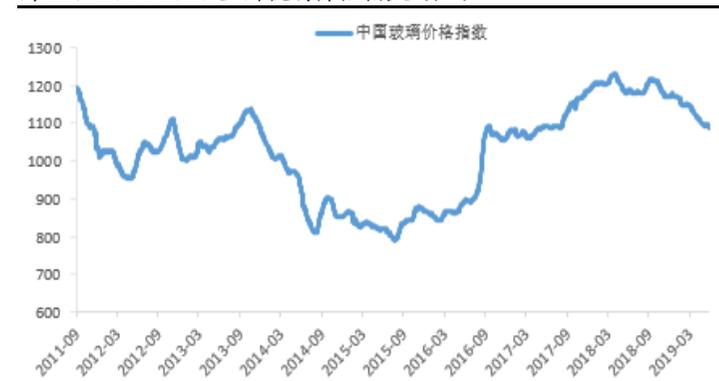
建材行业上市公司整体业绩依旧向好。根据申万一级分类，2018年，建筑材料行业74家上市公司的营业总收入为4,401亿元，同比增长27.06%；净利润为591亿元，同比增长58.49%。2019年一季度，建筑材料行业74家上市公司的营业总收入为917亿元，同比增长27.52%；净利润为111亿元，同比增长47.77%。

图 21：2011-2019 全国水泥价格指数（点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：2011-2019 全国玻璃价格指数（点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

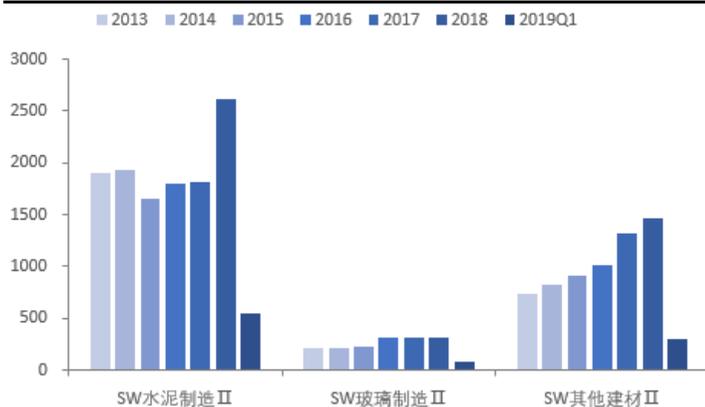
图 23: 2013-2019Q1 建材行业营业总收入 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

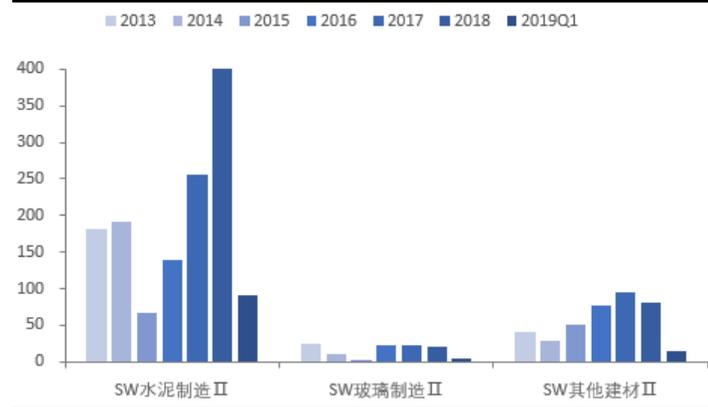
图 24: 2013-2019Q1 建材行业净利润 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

建材板块各个细分领域中, 水泥板块盈利依旧强势, 玻璃制造行业利润同比下滑。2019 年一季度, 水泥制造行业中的 17 家公司营业总收入为 542 亿元, 同比增长 46.94%; 净利润为 90 亿元, 同比增长 57.32%。玻璃制造行业中, 8 家公司实现总营业收入 80 亿元, 同比增长 7.01%; 实现净利润 5 亿元, 同比减少 12.06%。其他建材方面, 48 家公司实现营业收入 294 亿元, 同比增长 7.03%; 实现净利润 15 亿元, 同比增长 31.65%。

图 25: 2013-2019Q1 水泥、玻璃与其他建材营业总收入 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 2013-2019Q1 水泥、玻璃与其他建材净利润 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

水泥行业：需求超预期回升，行业继续维持高景气

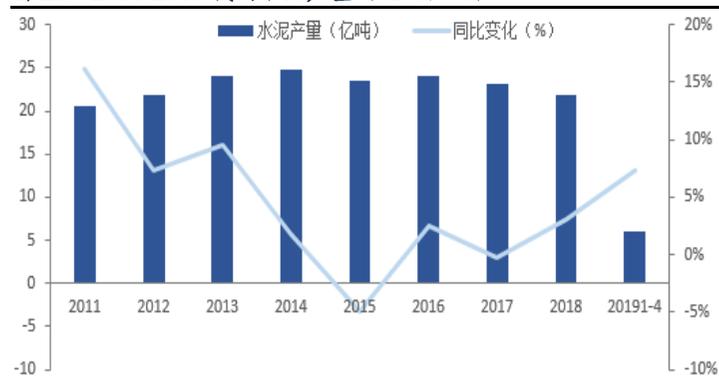
水泥价格有望继续高位运行

需求端超预期增长，2019年水泥价格依旧强势。受基建投资回暖以及房地产施工节奏加快等因素影响，全国水泥需求增长明显。2019年1-4月，全国水泥产量达到6.06亿吨，同比增长7.30%。在需求支撑下，水泥价格持续高位，进而推升行业利润。根据发改委数据，2019年1-4月，水泥行业实现营业收入2696亿元，同比增长19%；利润总额436.1亿元，同比增长37.1%。

以PO42.5水泥为例，截至2019年6月7日，各地水泥价格如下：

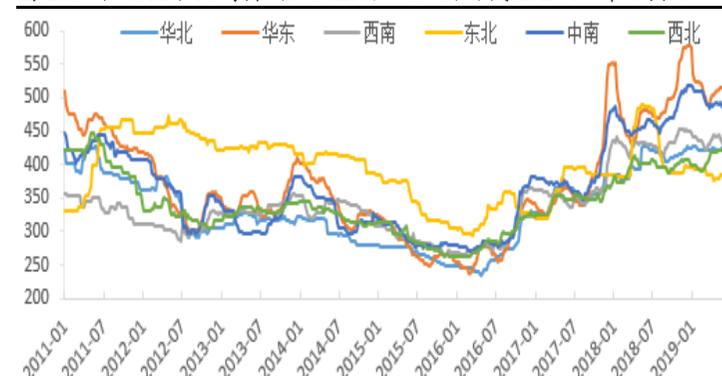
- 1) 华北地区均价为432.80元/吨，较上年同期上涨1.36%；
- 2) 华东地区均价为515.14元/吨，较上年同期上涨7.19%；
- 3) 西南地区均价为439.00元/吨，较上年同期上涨1.80%；
- 4) 东北地区均价为384.67元/吨，较上年同期下跌21.07%；
- 5) 中南地区均价为486.17元/吨，较上年同期上涨4.07%；
- 6) 西北地区均价为421.00元/吨，较上年同期上涨4.83%。

图 27：2011-2019 我国水泥产量（亿吨，%）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 28：各地区水泥均价（PO42.5，元/吨）（截至 2019 年 6 月 7 日）



资料来源：万得，信达证券研发中心

限产政策下，供给端仍有较强约束

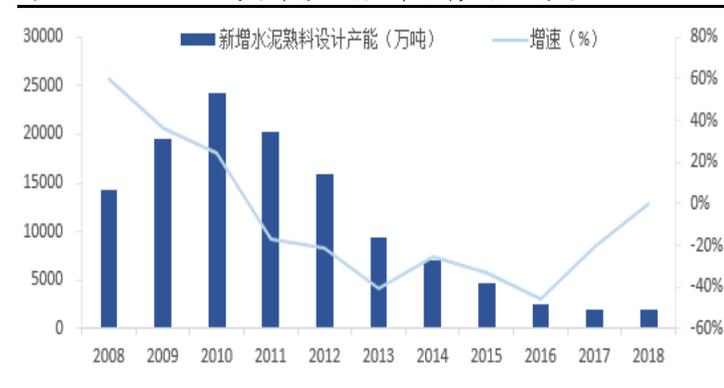
行业供给侧改革持续推动，新增产能控制成效显著。2018年1月，工信部印发《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，对原有产能置换政策进行修改，污染敏感地区交换比例从1.25:1增长为1.5:1，非污染敏感地区（西藏除外）从1:1增长为1.25:1，并要求只有从2018年开始的产能关闭才有资格交换。2018年8月工信部和发改委发布《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求各地主管部门严肃产能置换，坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能，严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位。新的产能置换办法使未来新增产能将被关闭产能部分有效抵消，对控制产能总量起到重要作用。2018年我国新增水泥熟料设计产能降至2,043万吨，连续两年控制在2000万吨左右；水泥熟料设计总产能为18.2亿吨，与上年持平。

图 29: 2008-2018 我国水泥熟料设计总产能及增速 (亿吨, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 30: 2008-2018 我国新增水泥熟料设计产能及增速

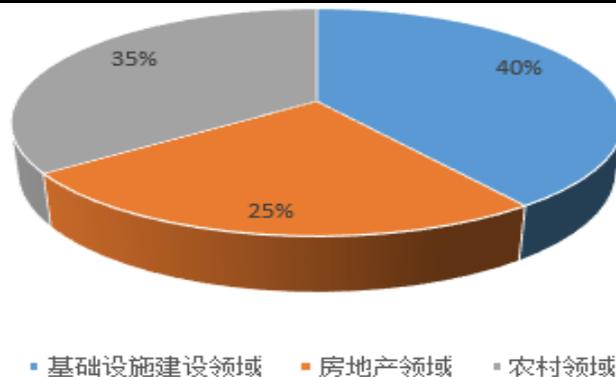


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

行业限产力度并未放松，供给端依旧可控。当前行业限产的措施主要包括错峰生产和环保限产。2018年推行的差异化错峰生产，虽被认为是供给端的边际放松，但实际影响有限。错峰生产现已常态化，2019年将继续执行，根据目前各省市发布的相关政策来看，错峰时长变化幅度不大。随着行业自律愈发成熟，各企业对错峰生产的执行更加到位。此外，环保高压也将继续约束行业供给。生态环境部印发的《2019年全国大气污染防治工作要点》明确要求，2019年全国未达标城市细颗粒物（PM2.5）年均浓度同比下降2%，全国二氧化硫（SO₂）、氮氧化物（NO_x）排放总量同比削减3%。

基建、房地产双重利好，下游需求或将稳中有升

水泥需求与固定资产投资密切相关，根据水泥地理数据，下游消费领域主要包括基础设施建设、房地产和农村，占比分别为40%、25%和35%。由于农村领域需求消费属性较高且难以统计，因此变量主要集中在基础设施建设和房地产领域。

图 31：水泥下游需求占比


资料来源：水泥地理，信达证券研发中心整理

前文我们已经分析过，目前基建投资温和回暖，有望保持中速增长，而房地产投资韧性十足，且正处于由新开工向施工环节传导过程。综合来看，水泥消费需求将稳中有升。

看好粤港澳大湾区及西北地区市场行情

粤港澳大湾区建设将带动区域水泥需求。2019年2月17日，中共中央、国务院正式印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，计划在2022年基本形成国际一流湾区和世界级城市群框架。根据规划，大湾区要加强基础设施建设、畅通对外联系通道，提升内部联通水平，推动形成布局合理、功能完善、衔接顺畅、运作高效的基础设施网络。未来三年，粤港澳大湾区基础设施尤其是综合交通运输体系建设有望提速。

长期来看，粤港澳大湾区的建成将进一步吸引人口的净流入，催生更多的基建和住房需求，从而带动水泥消费。

表 1：粤港澳大湾区交通运输体系规划

| 要求 | 规划 |
|---------------|---|
| 提升珠三角港口群国际竞争力 | 增强广州、深圳国际航运综合服务功能，进一步提升港口、航道等基础设施服务能力，与香港形成优势互补、互惠共赢的港口、航运、物流和配套服务体系，增强港口群整体国际竞争力。以沿海主要港口为重点，完善内河航道与疏港铁路、公路等集疏运网络。 |
| 建设世界级机场群 | 支持香港机场第三跑道建设和澳门机场改扩建，实施广州、深圳等机场改扩建，开展广州新机场前期研究工作，规划建设一批支线机场和通用机场。 |
| 畅通对外综合运输通道 | 完善大湾区经粤东西北至周边省区的综合运输通道。推进赣州至深圳、广州至汕尾、深圳至茂名、岑溪至罗定等铁路项目建设，适时开展广州经茂名、湛江至海安铁路和柳州至肇庆铁路等区域性通道项目前期工作，研究广州至清远铁路进一步延伸的可行性。有序推进沈海高速（G15）和京港澳高速（G4）等国家高速公路交通繁忙路段扩容改造。加快构建以广州、深圳为枢纽，高速公路、高速铁路和快速铁路等广东出省通道为骨干，连接泛珠三角区域和东盟国家的陆路国际大通道。 |

构筑大湾区快速交通网络

以连通内地与港澳以及珠江口东西两岸为重点，构建以高速铁路、城际铁路和高等级公路为主体的城际快速交通网络，力争实现大湾区主要城市间1小时通达。

提升客货运输服务水平

按照零距离换乘、无缝化衔接目标，完善重大交通设施布局，积极推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路等引入机场，提升机场集疏运能力。加快广州-深圳国际性综合交通枢纽建设。

资料来源：国务院，信达证券研发中心整理

受益基建发力，西北地区水泥需求提升。西北地区水泥市场历来以基建驱动为主，因此受国家财政政策影响更为显著。进入2019年，随着财政加力提效、基建补短板力度加大，区域水泥需求持续向好。根据国家统计局数据，2019年1-4月，新疆水泥产量为563.35万吨，同比增长9.40%；甘肃水泥产量为867.94万吨，同比增长23.10%；宁夏水泥产量为343.11万吨，同比增长3.00%；陕西水泥产量为1723.15万吨，同比增长13.30%。

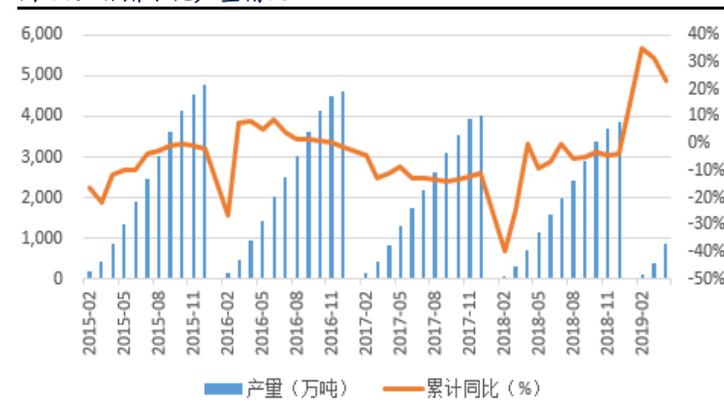
从中长期来看，随着西部大开发以及“一带一路”政策的持续推进，作为战略核心区域的西北地区将成为建设重点。我们认为，后续西北地区交通基础设施建设将有效支撑地区水泥消费。

图 32: 新疆水泥产量情况

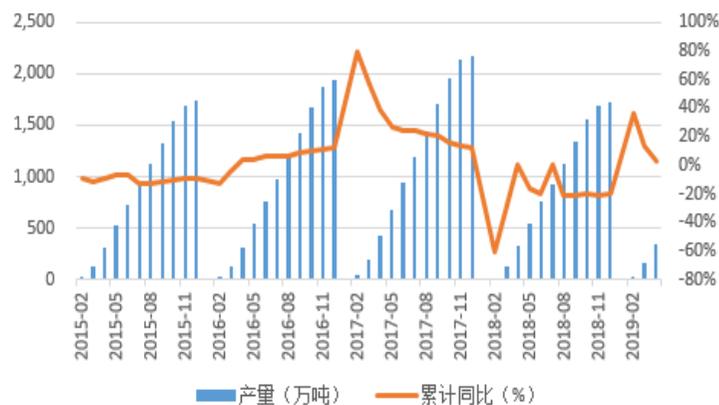


资料来源：万得，信达证券研发中心

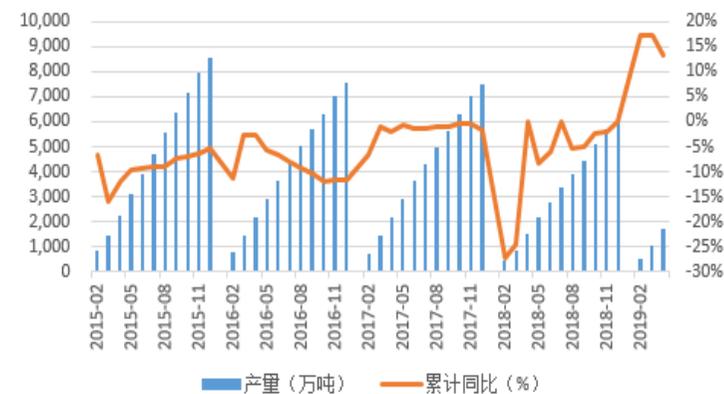
图 33: 甘肃水泥产量情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34: 宁夏水泥产量情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 35: 陕西水泥产量情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

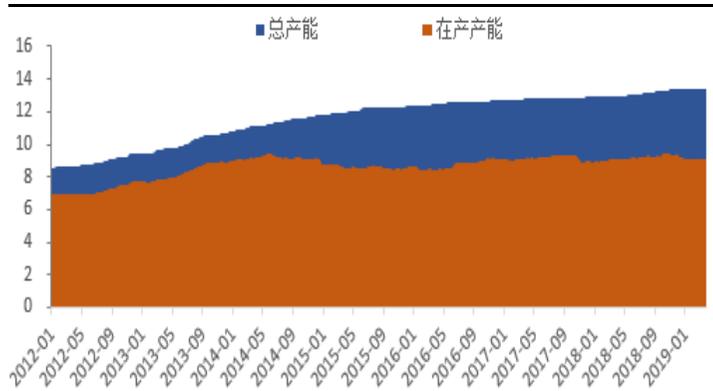
玻璃行业：需求回暖叠加冷修高峰，行业景气度有望回升

供给：行业步入冷修高峰，供给端继续收缩预期较高

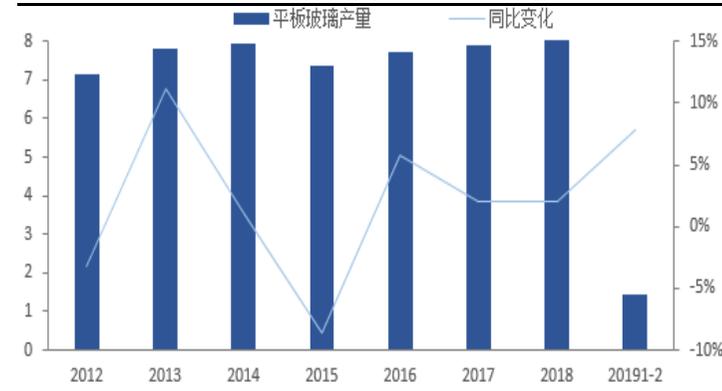
产能增速放缓，总体利用率较低

我国平板玻璃总产能处于持续扩张态势，近年来受供给侧改革以及环保政策影响，产能增速虽有所降低，但产能利用率仍在低位。截至2019年4月我国浮法生产线共计372条，产能为13.39亿重量箱，其中：在产产线232条，产能为9.12亿重量箱，较2018年底减少1.51%，产能利用率仅为68.09%。

伴随着2016年下半年玻璃行业新一轮景气周期的来临，产品价格出现上涨，平板玻璃的产量也有所恢复。2018年，我国平板玻璃产量为8.69亿重量箱，同比增长2.1%；2019年1-4月，我国平板玻璃产量为3.00亿重量箱，同比增长6.4%。

图 36: 2012-2019 浮法玻璃总产能与在产产能 (亿重量箱)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 37: 2012-2019 平板玻璃产量与增长率 (亿重量箱, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

企业盈利压力较大, 有效供给有望收缩

玻璃生产过程需要高温加热配合料, 熔窑寿命期限一般为 8-10 年, 超过这一期限需进行冷修。由于玻璃熔窑冷修复产成本较高, 玻璃窑一经开窑, 必须长期保持生产状态, 因此玻璃供给具有刚性。玻璃行业供给端变化主要由三方面组成, 分别为新增产能、冷修和复产。

随着玻璃行业供给侧改革不断深化, 新增产能已非影响供给的主要因素。2016 年 5 月, 国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(34 号文), 在 2020 年底以前, 严禁备案或新建扩大产能的平板玻璃项目。产能置换政策也更加严格, 2018 年 1 月, 工信部印发的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》要求, 环境敏感区的平板玻璃建设项目, 置换比例不低于 1.25, 且用于置换的淘汰产能, 在建设项目投产前必须关停。2018 年 8 月, 工信部、发改委联合印发《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》, 要求从严审核产能置换方案, 坚决禁止新增产能。从政策执行情况来看, 新增产能的扩张确实得到了一定程度的控制。

行业盈利下滑, 企业冷修意愿提升, 冷修高峰已至。玻璃窑的使用周期一般为 8-10 年, 在 2009-2011 年行业上行周期中, 有较多生产线投产, 理论上 2017、2018 年将是冷修高峰期。不过从实际情况来看, 在 2017-2018 上半年行业高盈利驱动下, 企业在不断推迟冷修节点。2018 年下半年开始供需基本面渐转宽松, 玻璃价格持续阴跌, 年底厂商出现集中停产。进入 2019 年行业盈利情况并未改善, 根据工信部数据, 2019 年一季度, 平板玻璃行业利润同比下降 24.1%。因此我们认为, 在行业景气下行的背景下, 行业冷修产能有望增加。从实际情况来看, 2018 年 11 月开始行业冷修高峰已逐步显现。

表 2: 2018 年冷修玻璃产线统计

| | 所在省份 | 产线名称 | 日熔量 (吨) | 冷修时间 |
|----|------|-------------|---------|---------|
| 1 | 浙江 | 杭州建新浮法玻璃余杭线 | 600 | 2018.01 |
| 2 | 安徽 | 芜湖信义二线 | 500 | 2018.02 |
| 3 | 广东 | 华尔润江门一线 | 900 | 2018.03 |
| 4 | 河北 | 河北德金五线 | 200 | 2018.04 |
| 5 | 广东 | 广东英德鸿泰一线 | 600 | 2018.06 |
| 6 | 安徽 | 安徽凤阳玻璃二线 | 600 | 2018.06 |
| 7 | 海南 | 中航三鑫海南一线 | 600 | 2018.08 |
| 8 | 河北 | 河北鑫利二线 | 550 | 2018.08 |
| 9 | 河北 | 河北元华二线 | 1000 | 2018.08 |
| 10 | 河北 | 河北迎新二线 | 450 | 2018.08 |
| 11 | 河北 | 河北迎新三线 | 600 | 2018.09 |
| 12 | 安徽 | 芜湖信义三线 | 700 | 2018.11 |
| 13 | 安徽 | 安徽蓝实集团一线 | 600 | 2018.11 |
| 14 | 陕西 | 中国玻璃陕西一线 | 350 | 2018.11 |
| 15 | 山西 | 山西利虎黎城二线 | 600 | 2018.11 |
| 16 | 山东 | 中国玻璃威海三线 | 450 | 2018.11 |
| 17 | 河北 | 河北润安一线 | 700 | 2018.12 |
| 18 | 山西 | 山西利虎交城三线 | 500 | 2018.12 |
| 19 | 河北 | 耀华北方一线 | 500 | 2018.12 |
| 20 | 江苏 | 昆山长江玻璃三线 | 700 | 2018.12 |
| 21 | 湖北 | 荆州亿钧玻璃二线 | 900 | 2018.12 |
| | 合计 | | 12600 | |

资料来源: 中国玻璃信息网, 信达证券研发中心整理

企业复产意愿不高, 供给难以放量。冷修复产增量来源集中在 2017 年后冷修产线。玻璃生产线冷修时间通常为半年左右, 在行业景气度较高的 2017 年和 2018 年上半年未复产的产线, 后续仍难以复产。2018 年全国共有 12 条玻璃产线复产, 合计产能 7650t/d, 但多集中在盈利情况较好的上半年。

我们从盈利、环保和成本三个方面展开分析，认为在多重因素制约下冷修复产能有限：1、从2018年生产线复产的节奏来看，大部分生产线选择在盈利水平较好的上半年进行复产点火，而当前行业盈利仍无改善迹象，企业复产动力不足；2、由于环保压力和不同省区对用煤指标的控制，部分生产线复产难度较大，如：2017年11月沙河地区集中停产冷修的多条生产线至2019年5月尚未复产；3、由于工业排放限值等环保要求的提高，玻璃企业环保成本支出也在增加，此外当前耐火材料价格涨幅较大，进一步推高了复产成本。

表 3：2018 年我国玻璃产线冷修复产情况

| | 所在省份 | 产线名称 | 日容量(吨) | 点火时间 | 冷修时间 |
|----|------|--------------------|--------|---------|---------|
| 1 | 河北 | 永年耀威玻璃有限公司一线 | 500 | 2018.01 | 2017.08 |
| 2 | 福建 | 漳州旗滨一线 | 1000 | 2018.01 | 2017.03 |
| 3 | 江西 | 江西安源玻璃萍乡二线 | 500 | 2018.02 | 2017.01 |
| 4 | 河北 | 廊坊金彪玻璃有限公司二线 | 600 | 2018.02 | 2015.05 |
| 5 | 湖南 | 醴陵旗滨五线 | 500 | 2018.03 | 2017.08 |
| 6 | 湖北 | 湖北三峡新型建材股份有限公司三峡四线 | 9500 | 2018.04 | 2017.11 |
| 7 | 浙江 | 嘉兴福莱特玻璃有限公司一线 | 600 | 2018.05 | 2017.12 |
| 8 | 云南 | 云南腾冲二线 | 700 | 2018.05 | |
| 9 | 河北 | 南和县长红玻璃有限公司一线 | 600 | 2018.06 | 2017.11 |
| 10 | 安徽 | 信义芜湖二线 | 700 | 2018.07 | 2018.02 |
| 11 | 广东 | 广东英德鸿泰一线 | 600 | 2018.09 | 2018.06 |
| 12 | 安徽 | 安徽凤阳二线 | 600 | 2018.11 | 2016.03 |
| | 合计 | | 7650 | | |

资料来源：中国玻璃信息网，信达证券研发中心整理

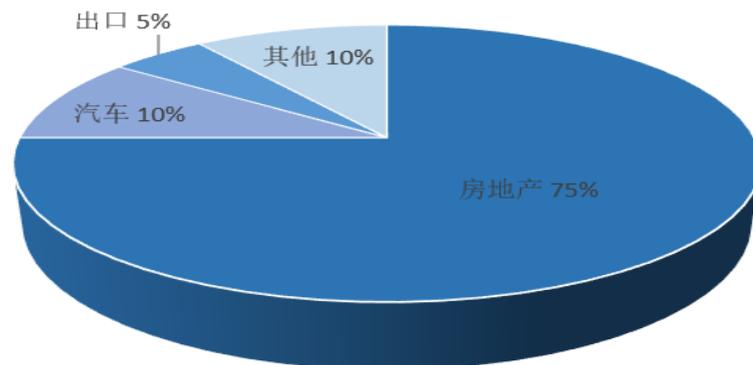
在新增产能被严格限制的背景下，冷修和复产产能之间的博弈成为影响行业供给的主导因素。在国家政策影响下，行业内新点火产能进一步减少，总产能增量迅速下行，玻璃产能供给周期整体被“熨平拉长”。玻璃价格和行业盈利情况直接影响冷修净增量（复产产能-冷修产能）的变化，2018年上半年开始由于玻璃价格仍处于高位，厂商开始集中复产；随着下半年价格持续阴跌，2018年底厂商又出现集中停产。2019年一季度玻璃行业整体运行状况并不理想，厂商复产动力有限，有效供给难以放量。

需求：房屋“新开工-竣工”剪刀差或将修复，玻璃需求有望上行

房地产是玻璃下游最主要的应用领域，安装玻璃是房地产工程竣工前的最后一道工序。由于当前房屋竣工面积相对新开工面积的滞后期在拉长，虽然房屋新开工面积持续高企，但房地产领域对玻璃需求却在减缓。

前文已经指出，我们认为当前地产链节奏已处于由新开工向施工环节传导过程中，新开工-竣工面积剪刀差存在修复预期，因此后期玻璃需求有望提升。

图 38: 平板玻璃下游需求占比



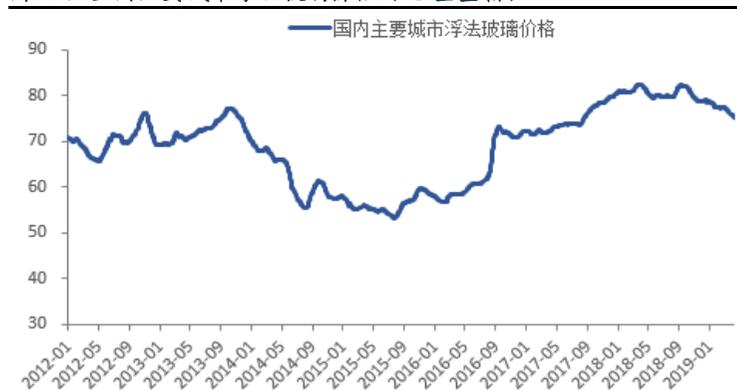
资料来源: 信达证券研发中心整理

房地产投资以及新开工面积仍然处于高位，后市玻璃需求空间较大。从中长期来看，虽然 2019 年起房企拿地速度放缓，但近两年仍有较多存量土地，玻璃消费大幅下滑的节点尚未到来。2017 年以来，我国购置土地面积增速持续高位。2017 年，全国土地购置面积共 25,508 万平方米，同比增长 15.80%；2018 年，全国土地购置面积共 29,142 万平方米，同比增长 14.25%。

价格: 玻璃价格虽处下行通道，但回升拐点已临近

自 2018 年下半年开始，玻璃价格不断走低，截至 2019 年 6 月 11 日，全国主要城市浮法玻璃价格为 73.56 元/重量箱，较年初降低 6.41%。

供需格局改善拐点或已不远，玻璃价格回升可期。从供给端来看，伴随国家对行业产能的控制、行业逐渐步入冷修高峰、企业复产意愿不高，有效供给将继续收缩。而在需求端，随着融资环境好转，房企施工节奏加快，这将利好玻璃需求。

图 39: 全国主要城市浮法玻璃价格 (元/重量箱)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

防水材料: 大型企业强者愈强, 下游需求毋庸悲观

供给: 市场空间逐年增加, 行业集中度有望提升

近年来由于房地产行业持续高景气, 交通基建投资力度不减, 防水行业下游需求快速增长进而刺激行业规模不断扩大。根据中国建筑防水协会发布的《建筑防水行业“十三五”发展规划》, 要求“十三五”期间主要防水材料产量的年均增长率保持在6%以上, 到2020年, 主要防水材料总产量达到23亿平方米”。

当前行业市场集中度仍然较低。根据东方雨虹“主体与相关债项2018年度跟踪评级报告”数据, 我国防水生产企业和作坊超过2,000家, 其中有不到1,500家企业拥有生产许可证, 2017年防水行业前10位企业的市场占有率不超过10%, 前50家企业市占率在30%左右。这与《建筑防水行业“十三五”发展规划》设定的“至2020年, 行业前50位的企业市场占有率达到50%”目标尚有较大距离。

在高度开放的竞争环境下, 大中型企业通过“跑马圈地”不断扩大自身市场份额。根据中国涂界网数据, 防水行业主营业务收入达2,000万元规模以上的企业已经从2014年的496家, 增长至2018年的784家。2018年, 行业内规模以上企业共生产沥青类防水卷材11.7亿平方米, 同比增长4.3%; 实现主营业务收入1147.37亿元, 较上年同期增长14.8%; 实现利润总额79.49亿元, 较上年同期增长26.60%。

图 40: 防水行业规模以上企业营收规模


资料来源: 中国建筑防水协会, 信达证券研发中心

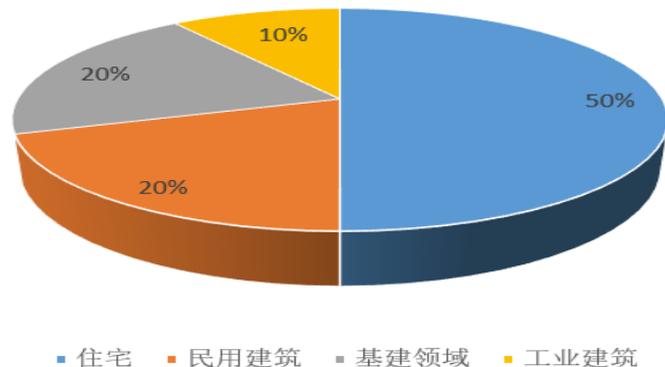
图 41: 防水行业规模以上企业利润总额规模


资料来源: 中国建筑防水协会, 信达证券研发中心

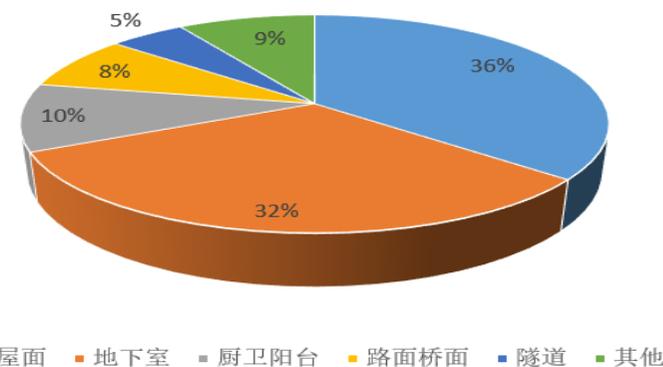
需求: 下游需求具备保障, 行业龙头受益房企集中度提升

防水材料下游需求主要集中在房地产和基建领域, 根据中国产业信息网数据, 房建领域占比达到 80%, 公共交通、水利等基建领域占比为 20%左右。

房地产领域防水材料需求仍将稳定。当前房地产投资仍然具有较强韧性, 房屋新开工面积维持高位, 同时房企施工节奏也在加快。根据中国产业信息网数据, 防水材料在房屋施工中应用部位中, 屋面与地下室占比最高, 分别为 36%和 32%。我们预计, 位于房屋建设中后期的屋面防水尚有一定需求释放。

图 42: 防水材料下游需求占比


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

图 43: 防水材料使用部位分布


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

随着下游房地产行业集中度提升，具备品牌、质量、资金、服务优势于一体的防水行业龙头将充分受益。由于政府宏观调控压力不减以及房企之间竞争愈发激烈，房地产行业市场集中度也在不断提升，大型房企市场份额也逐渐扩大。2018年，以碧桂园、万科等为首的十大房企销售额达到40334亿元，市占率达到26.9%，较上年同期提升2.7个百分点。伴随消费者对生活品质追求日益提升，建筑漏水将严重影响房企形象，另一方面防水材料占总施工投资比重较小，因此大型房企对防水产品的质量和品牌更加重视。大型地产商采购防水材料一般采用先货后款方式，并且附带一定账期，资金实力较差的中小型企业难以拿到订单。此外大型地产商一般业务布局全国，因此供应商的供货能力、专业服务以及响应速度也是重要考量。根据中国品牌榜数据，2018中国房地产开发企业500强首选防水材料品牌中，均为国内知名大型防水企业，其中东方雨虹以25%的首选率居首。

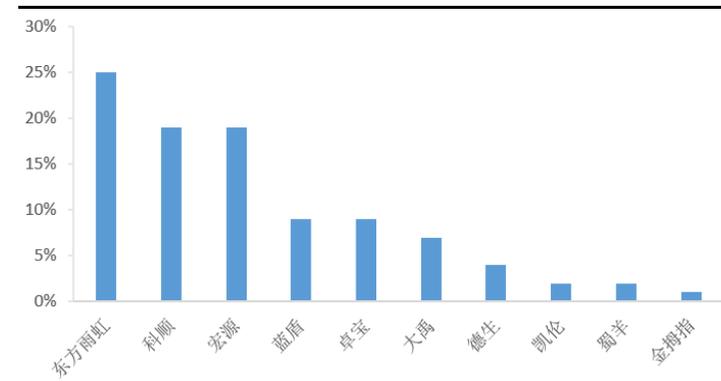
现有房屋建筑物的翻修未来也将贡献部分需求增量。根据《屋面工程技术规范》，屋面防水等级分为I级~IV级，其中一般建筑，包括一般的工业与民用建筑、普通住宅、一般办公楼、学校、旅馆等，合理使用年限10年。根据东方雨虹“主体与相关债项2018年度跟踪评级报告”透露，我国各类房屋建筑保有量已超过400亿平方米，且2008年后建成的建筑物占有较大比例。因此我们判断，现有房屋建筑物的翻修对防水材料的需求将稳步增长。

图 44: 十大房企市场行业集中度



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 45: 2018 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌



资料来源：中国品牌榜，信达证券研发中心

行业评级与投资主线

当前房地产投资增速韧性十足，高于市场预期，同时受益大中城市拉动，房地产销售情况略有好转，并未如预想中悲观。随着整体融资环境有所改善，房企融资难度降低，资金压力有所缓解。在期房竣工刚性要求下，房企施工节奏明显加快。2019年1-4月份，建筑工程投资同比增长9.1%。我们认为，地产链节奏已处于由新开工向施工环节传导过程中。建议关注房地产产业链中后端企业。

面对我国经济下行压力以及复杂多变的外部环境，基建作为逆周期调节的重要抓手，在积极的财政政策支撑下，已温和回暖。其中，生态保护和环境治理、铁路运输以及道路运输投资是推动基建投资增长的主要动力。随着政府融资渠道开始拓宽，我们维持基建投资全年保持中速增长的判断。

由于房地产施工与基建投资均呈向好趋势，作为相关度较高的建筑建材行业将充分受益，我们维持行业至“看好”评级。

各细分行业中，建议关注：步入景气周期，基建“稳增长”背景下的交建勘设企业；需求企稳回升、行业继续高景气的水泥企业；需求回暖叠加冷修高峰的玻璃原片龙头；受益下游房企集中度提升的防水材料龙头。

推荐公司

华新水泥（600801）：受益行业高景气，业绩有望更上一层楼

产品量价齐升，助力公司盈利能力显著提升。2018年，公司主要产品销量均有不同幅度增加，全年实现水泥和熟料销售总量7072万吨，较上年增长3%；骨料销售1,450万吨，同比增长26%；环保业务处置总量214万吨，同比增长18%；商品混凝土实现销量356万，同比增长11%。公司最主要的收入来源是水泥业务，受益于水泥价格稳中有升，2018年该板块实现238.84亿元，同比增长28.9%；毛利率达到40.46%，同比提升11.21个百分点。公司各项业务发展态势良好，整体销售毛利率达到39.65%，较上年同期提升10.10个百分点。

全产业链延伸顺利，协同发展可期。2018年，公司完成收购重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司100%股权，西藏山南三期3000吨/日及日喀则二期3000吨/日项目也顺利建成投产，合计新增水泥产能477万吨/年。骨料业务方面，公司西藏山南300万吨/年、云南红河100万吨/年项目已建成投产，四川渠县、湖南郴州、湖北长阳、云南景洪和临沧合计年产能共1,300万吨骨料项目开工建设。“骨料+水泥+混凝土”纵向一体化产业链的形成，将有利于公司完成对下游企业所需原材料的整合，孕育成长新动能。

下游需求具备支撑，水泥价格仍将维持高位。2019年我国房地产调控力度有所放松，房地产投资韧性十足，同时在国家基建补短板政策的指引下，基建投资增速有望逐步企稳回升，整体来看水泥下游需求具备较强支撑。而在供给端，企业协同力度在加强，环保限产大方向并未发生改变，产量难以大幅增长。我们判断，行业格局仍将偏紧，水泥价格将继续在高位运行。

投资评级：给予“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险；供给端收缩不达预期风险；原燃材料成本上升风险；新业务拓展不及预期风险。

相关研究：《20190402 华新水泥(600801)受益行业高景气，业绩有望更上一层楼》。

东方雨虹（002271）：营收高增长态势不减，经营质量有所提升

营收规模大幅增长，毛利率有所降低。2018年，公司各项业务拓展顺利，防水材料销售业务实现营收112.95亿元，同比增长35.98%；防水工程施工业务实现营收19.51亿元，同比增长37.70%。公司实施积极的市场战略，同时配合产能的释放，产品产销两旺助力收入提升。不过受原材料价格上涨的影响，公司毛利率降至34.59%，较上年同期下滑3.14个百分点。

“渗透全国”的战略目标稳步实施。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，产能布局进一步完善。目前，公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产物流研发基地，

确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场，以满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求。公司产能扩张步伐仍未停止，拟在江苏南通、四川德阳、唐山丰南等多地继续兴建生产基地。

组织架构迎来优化，运营效率提升可期。2018年公司启动战略和结构调整，设立工程建材集团，将防水材料工程领域直销模式和工程渠道合二为一，并下设北方区、华东区、华南区三大区，分别统筹区域市场。这种模式打破原有营销的属地界限，直销与渠道深度融合，有利于业务进一步拓展。

投资评级：给予“买入”评级。

风险因素：房地产领域需求不及预期；市场竞争风险；应收账款回收风险；原材料价格上涨。

相关研究：《20190404 东方雨虹(002271)营收高速增长态势不减，经营质量有所提升》。

苏文科 (300284)：交通勤设领军企业，业绩持续保持高增长

盈利能力提升明显，优化整合海外资产。2018年，公司工程咨询业务持续保持稳健增长，实现营业收入61.30亿元，较上年同期增长12.16%；毛利率达到34.49%，较上年同期增长2.76个百分点。在工程咨询业务带动下，公司综合毛利率提升2.14个百分点，为31.23%。2016年，公司收购美国环境检测服务商Test America，此后该公司持续亏损。2018年，公司出售Test America全部股权，轻装前行，并带来一定投资收益。剔除美国公司Test America影响因素外，2018年公司营业收入较上年同期增长15.6%。

下游市场有望持续释放需求。公司主要市场位于江苏省，2018年省内营收达到15.47亿元，占总营收比例22%，且毛利率高达47.13%。2019年1月，江苏省召开交通运输工作会议，计划2019年全省综合交通建设完成投资1370亿元，同比增长18%。江苏省交建投资的提速将为公司省内业务拓展提供较大市场机遇。此外，近年来公司通过并购已切入华东、华北以及华南地区市场，未来有望受益于当地大规模交通领域补短板建设。

股权激励到位，公司凝聚力增强。2018年公司第2期员工持股计划（事业伙伴计划）实施完毕，资金来源为事业伙伴自有资金和公司基于年度业绩按1:1的比例相应提取的事业伙伴计划专项基金，最终本计划参与公司员工共计87人，累计买入公司股票5,51万股，占公司总股本的0.68%。根据公司规划，未来每年事业伙伴计划提取的条件为当年业绩增速超过20%，这将充分调动中高层员工积极性，提升公司凝聚力，利好公司长远发展。

投资评级：给予“增持”评级。

风险因素：交通基建投资增长不及预期风险；市场竞争风险；应收账款回收风险；商誉减值风险；属地化建设不及预期风险；

汇率波动风险。

相关研究：《20190429 苏交科(300284) 交通勘设领军企业，业绩持续保持高增长》。

建议关注：旗滨集团；塔牌集团；祁连山。

风险因素

宏观经济下行风险：建筑建材行业下游需求以基础设施建设和房地产为主，在宏观经济下行周期，行业需求将受到严重冲击，导致行业内企业盈利大幅下滑。

基建投资回升不及预期：虽然国家正在全力推动基建补短板，但地方政府融资渠道仍然受限，若基建投资回升幅度较小，必将影响相关企业业绩提升。

房地产投资下行超预期：当前房地产投资依旧高位，但却面临较大下行压力，但若下行速度过快，无论是对建筑行业还是建材行业均会造成极大负面影响。

水泥行业供给端收缩不达预期：在水泥消费需求相对平稳的情况下，价格仍能维持高位的原因在于供给端的约束。若错峰生产执行力度及行业去产能进程不达预期，将对行业经营状况造成冲击。

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

冯孟乾，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

建筑建材小组重点覆盖公司

| 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| 东方雨虹 | 002271 | 北新建材 | 000786 | 中国巨石 | 600176 | 海螺水泥 | 600585 |
| 华新水泥 | 600801 | 旗滨集团 | 601636 | 中国建筑 | 601668 | 冀东水泥 | 000401 |
| 中国交建 | 601800 | 中国中铁 | 601390 | 苏交科 | 300284 | 中国铁建 | 601186 |

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。