

# 建筑材料行业 2019 中期策略

## 格局造就优势，需求仍有亮点

### 核心观点：

#### ● 好的供给格局造就好的盈利中枢

水泥行业好的供给格局造就过去 15 年需求中枢下行，但价格和盈利中枢上行；特别是 2016 年以来上行周期，供给上的三个变化展示了在需求弱增长情况下，盈利能力达到了新高。同样，药用玻璃包材行业和石膏板行业由于好的供给格局也带来龙头公司盈利中枢在上移，家装水管行业龙头公司把制造品做成消费品，造就了好的竞争格局，实现了盈利中枢持续上移。

#### ● 下半年哪些需求亮点值得重视

一是对下半年地产需求不用悲观，我们预计房地产销售面积全年小幅负增长 (-2.5%)，新开工面积增速正增长 (5%)，施工面积增速和建安投资增速要好于去年 (分别为 7.9%、7.4%)；我们认为实际竣工面积要好于竣工统计数据，今年实际竣工面积预计将温和回升。二是北方需求下半年仍将保持回暖态势，将带来北方水泥龙头公司 ROE 大幅改善。三是中硼药用玻璃包材中期放量值得期待。四是风电需求放量今年可持续。

#### ● 投资策略：行业结构机会仍值得期待

对于水泥行业：展望下半年，全国水泥均价有望保持高位；从结构来看，南方水泥价格预计维持高位，北方水泥价格预计中枢上行 (北方地区核心区域出货量已经连续三个季度两位数增长，6 月份淡季不淡价格反而小幅上行)。从中期来看，我们认为除非出现以下两种情况之一才可能打破行业目前供需均衡 (从而使得价格下行拐点出现)，一是全国各主要区域需求都出现一定程度负增长 (-5% 以上)，二是大量跨省产能置换使得行业尤其是核心区域新增产能持续释放，目前这两种情况的概率都还很低。基于此，我们继续看好核心区域水泥龙头公司，首选景气上行、业绩加速的北方区域龙头祁连山和冀东水泥，其次是景气维持高位的华新水泥和海螺水泥 (600585.SH/00914.HK)。

对于消费建材行业：下半年需求环境 (地产销售和地产竣工) 预计不会更差，而商业模式和行业格局好的子行业，其优质公司业绩值得中长期看好；基于此，我们中线看好三棵树、北新建材和伟星新材。

药用玻璃包材高端需求放量值得期待，同时行业格局好，龙头公司将多方面受益 (定价能力和高端需求放量最大受益者)；继续看好山东药玻。

风电需求持续放量，将带动上游风电叶片景气周期上行和风电用玻纤纱持续高景气，看好龙头公司中材科技。

#### ● 风险提示

宏观经济大幅下行、固定资产投资 (包括房地产投资和基建投资) 大幅下行、出口大幅下行；宏观调整政策大幅收紧；行业新增产能超预期释放；原材料价格大幅上涨。

### 行业评级

持有

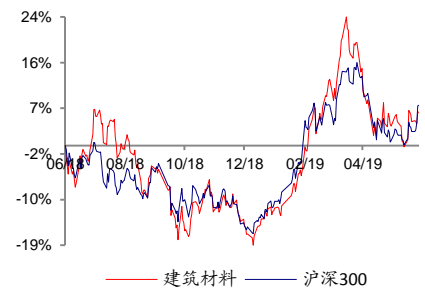
前次评级

持有

报告日期

2019-06-23

### 相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

分析师：

徐笔龙



SAC 执证号：S0260517080013



021-60750611



xubilong@gf.com.cn

分析师：

赵勇臻



SAC 执证号：S0260519040002



021-60750614



zhaoyongzhen@gf.com.cn

请注意，邹戈、徐笔龙、赵勇臻并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

建筑材料行业：行业步入基本 2019-06-16

面和政策共振阶段

建筑材料行业：行业基本面保 2019-06-09

持稳定，格局的优势

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	40.16	2019/4/29	买入	45.55	5.33	5.16	8	8	4	4	22%	19%
海螺水泥	00914.HK	HKD	47.55	2019/4/29	买入	55.25	5.33	5.16	9	9	4	4	22%	19%
华新水泥	600801.SH	RMB	19.33	2019/4/1	买入	29.00	3.17	3.09	6	6	4	4	24%	21%
旗滨集团	601636.SH	RMB	3.75	2018/10/12	买入	-	0.50	0.55	8	7	21	21	17%	17%
山东药玻	600529.SH	RMB	20.91	2019/5/5	买入	32.20	1.15	1.48	18	14	15	11	12%	14%
中国巨石	600176.SH	RMB	9.57	2019/4/4	买入	13.86	0.77	0.89	12	11	11	9	16%	16%
中材科技	002080.SZ	RMB	8.96	2019/3/5	买入	15.94	0.94	1.17	10	8	8	7	12%	14%
长海股份	300196.SZ	RMB	9.14	2018/10/28	买入	-	0.96	1.17	10	8	11	8	14%	15%
东方雨虹	002271.SZ	RMB	21.16	2019/4/29	买入	21.12	1.32	1.63	16	13	10	8	20%	21%
三棵树	603737.SH	RMB	42.90	2019/5/10	买入	62.90	2.40	3.60	18	12	14	10	20%	25%
伟星新材	002372.SZ	RMB	16.39	2019/4/26	买入	21.16	0.92	1.12	18	15	16	13	31%	34%
北新建材	000786.SZ	RMB	18.21	2019/5/7	买入	25.95	1.73	2.21	11	8	8	6	18%	20%
帝欧家居	002798.SZ	RMB	18.70	2018/8/28	买入	-	2.58	3.46	7	5	9	7	16%	18%
石英股份	603688.SH	RMB	12.23	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	20	15	21	15	13%	15%
冀东水泥	000401.SZ	RMB	17.30	2019/4/28	买入	23.99	2.09	2.35	8	7	4	3	17%	16%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注1: 表中股价数据来源于Wind资讯统计2019年6月21日该公司收盘市值;

注2: 表中2019年和2020年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告;

注3: 海螺水泥 H 股股价货币为港元, EPS 货币为人民币。

## 目录索引

好的供给格局造就好的盈利中枢.....	6
水泥行业：需求中枢下移，盈利中枢上移；2016年以来三个新变化.....	6
石膏板行业和药用玻璃包材行业：龙头公司高市占率带来的定价能力提升.....	13
家装水管行业：从制造品到消费品，品牌造就好的竞争格局.....	14
下半年有哪些需求亮点值得重视.....	15
地产需求不用悲观.....	15
北方需求回暖，下半年仍将持续.....	18
中硼硅玻璃放量值得期待.....	21
风电叶片需求回升具备可持续性.....	23
投资建议：行业结构机会仍值得期待.....	27
风险提示.....	27

## 图表索引

图 1: 2003-2018 年全国水泥年度产量及同比增速	6
图 2: 2003-2019 年全国水泥产量月度同比增速	6
图 3: 2003 年至今全国高标水泥价格 (月度)	7
图 4: 2003-2018 年海螺水泥水泥及熟料毛利率	7
图 5: 2018 年全国及核心区域熟料产能集中度情况	8
图 6: 2002-2018 年全国新增熟料产能	8
图 7: 2012-2019 年各省份错峰限产天数比较 (单位: 天; 不完全统计)	9
图 8: 2015-2019E 行业停产情况 (单位: 天)	10
图 9: 2016-2018 年甘肃及京津冀地区固投增速	10
图 10: 2016-2018 年甘肃及京津冀水泥产量增速	10
图 11: 2016-2018 年甘肃地区高标水泥价格	11
图 12: 2016-2018 年京津冀地区高标水泥价格	11
图 13: 2015-2018 年祁连山吨毛利	11
图 14: 2015-2018 年冀东水泥吨毛利	11
图 16: 水泥传统周期传导机制	13
图 17: 水泥新周期传导机制	13
图 18: 北新建材毛利率和销量增速	13
图 19: 北新建材和千代田毛利率比较	13
图 20: 山东药玻模制瓶毛利率和净利润率	14
图 21: 山东药玻 ROE 和股价年涨幅	14
图 22: 不同管材公司 PPR 产品的毛利率	14
图 23: 伟星新材和同行 ROE 比较	14
图 24: 重点 35 城首套二套房按揭贷平均利率	15
图 25: 重点 35 城首套二套房按揭贷平均利率折扣	15
图 26: 累计住宅库存和去化率	16
图 27: 2016 年至今房屋施工面积累计同比	16
图 28: 2016 年至今房地产投资增速拆分	16
图 29: 统计局披露的竣工面积增速和测算的退出施工面积增速	17
图 30: 龙头公司 T-1 年竣工面积增速和行业 T 年退出施工面积增速	17
图 31: 华北、东北、西北水泥产量增速	18
图 32: 华东、中南、西南水泥产量增速	18
图 33: 北方三大区域水泥产量累计同比增速	19
图 34: 南方三大区域水泥产量累计同比增速	19
图 35: 北方三大区域库容比 (%)	19
图 36: 南方三大区域库容比 (%)	19
图 37: 北方三大区域水泥出货率 (%)	20
图 38: 南方三大区域水泥出货率 (%)	20
图 39: 注射剂瓶销量占比高	22
图 40: 美国各类注射剂玻璃包材结构占比	22

图 41: 中国注射剂包材结构占比 .....	22
图 42: 2007-2018 年我国风电新增装机容量 (吊装) 及同比增速 .....	24
图 43: 2009-2020E 四类风区上网电价 (指导电价) 调价情况 .....	24
图 44: 2016-2018 年“红六省”弃风率情况 .....	25
图 45: 2007-2018 年我国风电新增/累计装机平均功率 .....	26
图 46: 中材科技不同额定功率下叶片平均长度 .....	26
图 47: 2021E 全球风电叶片长度发展趋势 .....	26
表 1: 截止 2018 年底已经成立的 14 家水泥联合销售公司 .....	12
表 2: 各区域水泥产量比较 .....	18
表 3: 2018 年南北方主要水泥上市公司水泥销量、归属净利润、ROE (平均) 相比 2011 年、2015 年变动情况 .....	21
表 4: 一致性评价下, 注射剂玻璃包材行业在悲观情况下增长空间约 30 亿元, 乐观情况下增长空间约 90 亿元 .....	23

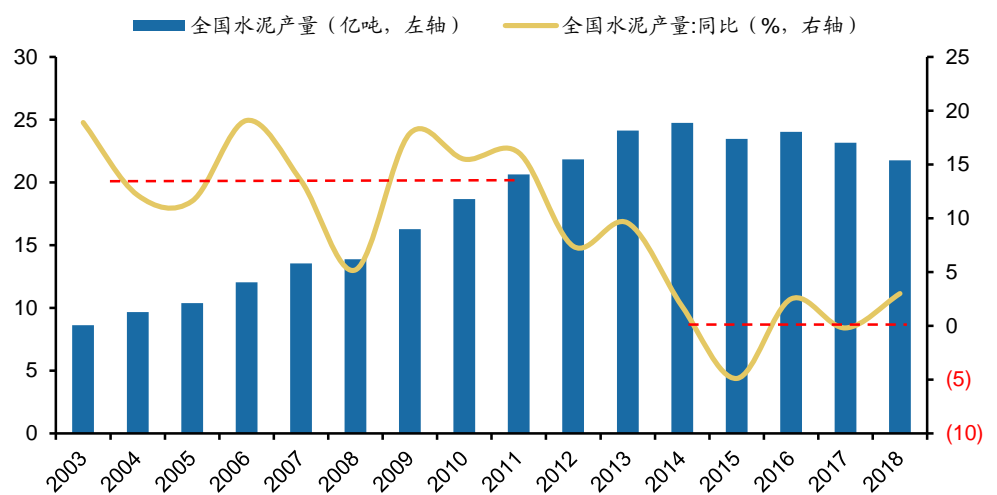
## 好的供给格局造就好的盈利中枢

水泥行业：需求中枢下移，盈利中枢上移；2016年以来三个新变化

### ● 需求中枢下移，盈利中枢上移

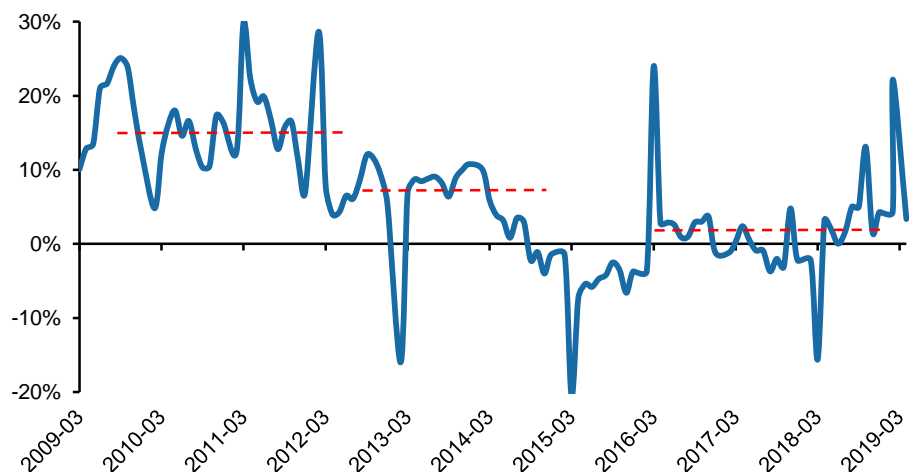
过去15年，从需求端来看，水泥行业非常经典地经历了成长期和成熟期，需求中枢从15%下移到0附近；2003-2013年是我国水泥行业的成长期，以水泥产量增速衡量的需求增速（水泥的库容量较小）持续保持双位数的增长，维持在15%的中枢水平。自2014年全国水泥需求见顶后（截止到目前），水泥需求增速维持在0%左右的中枢水平，行业步入成熟期。

图1：2003-2018年全国水泥年度产量及同比增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

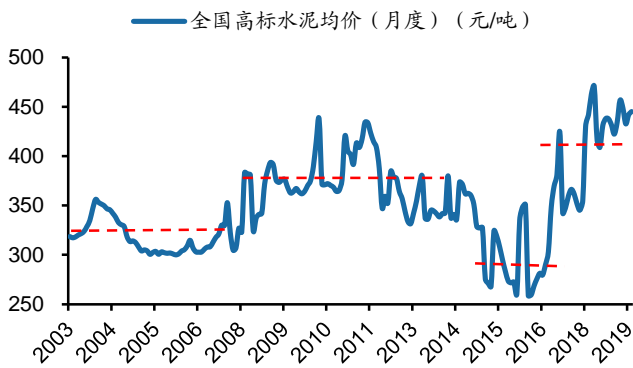
图2：2003-2019年全国水泥产量月度同比增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

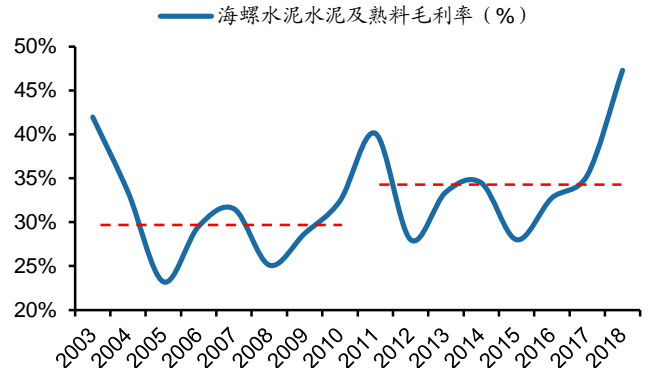
但是从水泥价格与企业盈利来看，除了2015年因房地产高库存和前几年持续供给释放带来行业供需严重失衡导致水泥价格较低，全国高标水泥价格中枢在不断上移，2018年至今维持在430元/吨左右，较2003-2008年需求高增长阶段的价格中枢提升了100元/吨左右。从企业盈利来看，以龙头海螺水泥为例，2003年至今海螺水泥盈利中枢（用其水泥及熟料业务毛利率衡量，这还未考虑到公司费用率，尤其是财务费用率改善的影响）也发生明显上移，由2003-2010年的30%提振至2011-2018年的35%左右，2018年创历史新高，达到47%。

图3：2003年至今全国高标水泥价格（月度）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图4：2003-2018年海螺水泥水泥及熟料毛利率



数据来源：海螺水泥年报，广发证券发展研究中心

● 区域性和生产特征是主要原因

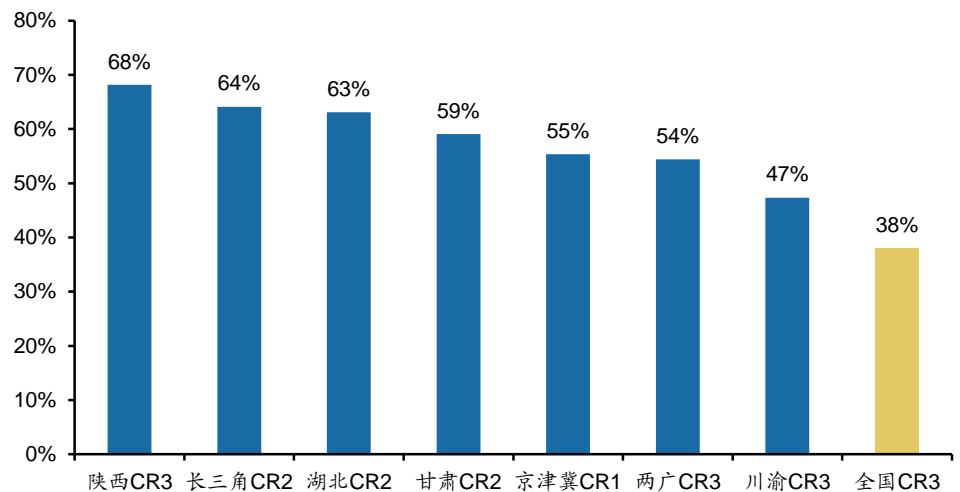
从中长期来看，主要原因在于水泥行业的格局。

首先，水泥是短腿产品，其低货值、不易储存的特性使其具有明显的区域性特征；单从表观集中度来看（用全国熟料产能集中度表示），2018年全国CR3企业熟料产能集中度为38%，但考虑到水泥行业的区域性，从实际的核心区域市场来看，集中度远超于此——2018年长三角、湖北、陕西核心企业的熟料产能集中度已经超过60%，京津冀、甘肃、两广核心企业的熟料产能集中度均在50%以上，行业实际集中度远高于表观集中度。

其次，水泥易开易停的生产特性使得减产成本低而且易操作，叠加上各区域超高的集中度，让错峰限产和自律协同限产易于执行，大企业对于区域（行业）供给更易控制，这样行业供需关系容易好转且持久。

这也是水泥行业基本面区别于其他原材料类周期行业的主要原因。

图5: 2018年全国及核心区域熟料产能集中度情况



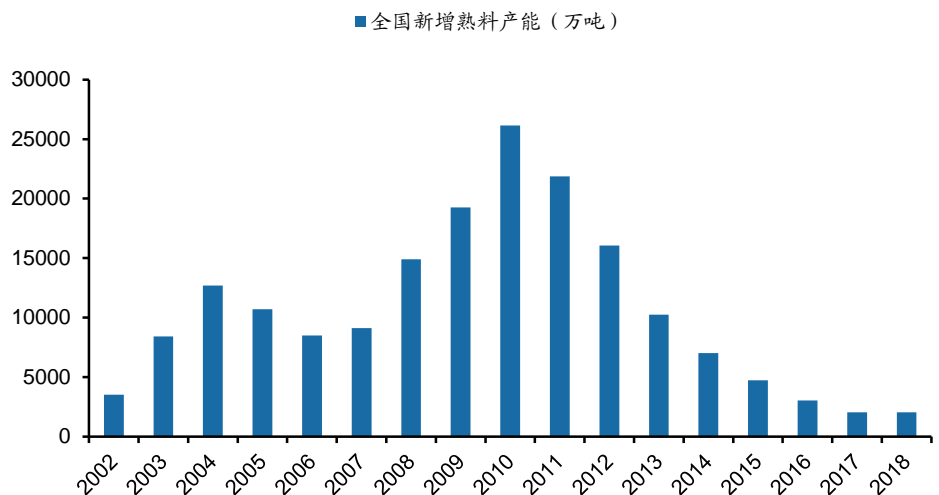
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

● 本轮周期 (2016-) 供给的三个新变化

2016年来水泥行业进入新的上行周期, 本轮周期呈现出“低需求、低供给”特征, 展示出在需求弱增长的情况下, 如何实现强盈利 (盈利中枢上移), 主要源于供给上出现了三个新变化:

一是本轮上升周期, 企业盈利改善并没有带来新增产能的扩张; 在盈利大幅改善的2017-2018年, 新增熟料产能均在2000万吨左右, 分别同比增长1%, 新增产能少保持了行业格局稳定。

图6: 2002-2018年全国新增熟料产能



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

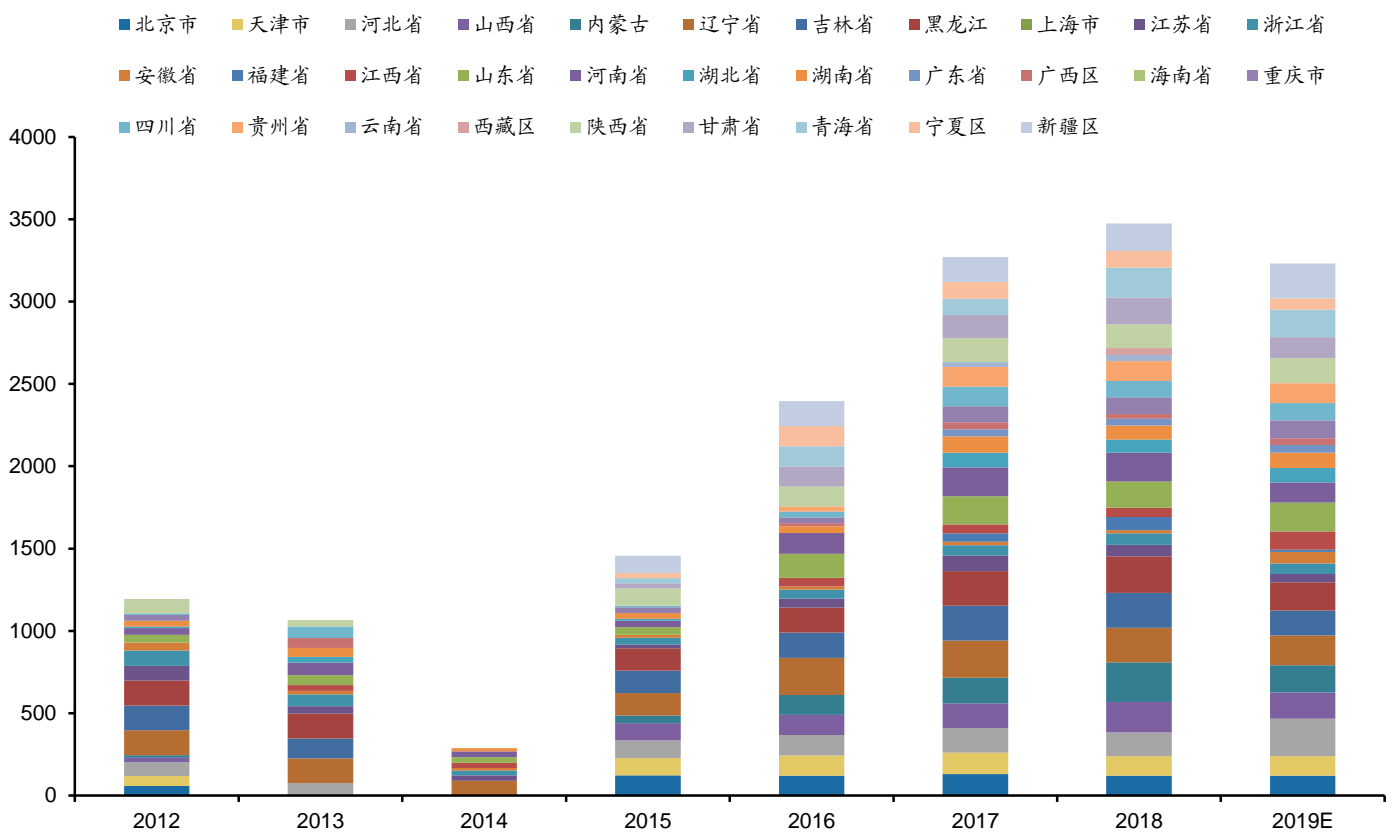
二是本轮周期中错峰生产成为全国范围内的常态; 本轮周期水泥行业的停产 (供给收缩) 主要分为三种: 协同停产、错峰生产、环保停产, 和以前周期不一样的是多了错峰生产和环保停产, 尤其是错峰生产成为本轮周期供给收缩的主要来



源。

而错峰生产本质上也是协同行为。水泥产品的不易储存、水泥产能关停较为灵活（停复产的成本低），使得水泥企业可以通过协同自律停产来改善区域市场的供需格局和盈利，这是错峰生产最早在水泥行业被开创性提出采用的原因；早在2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产，当时新疆熟料产能利用率只有40%多，区域内企业想通过错峰生产协同自救，错峰生产从开始就是企业和协会自发行为。2014年12月晋冀鲁豫京津四省两市行业协会联合发出《泛华北地区水泥企业错峰生产自律公约》，也属于企业和协会自发自救行为；2015年升级为工信部和环保部发文要求北方十五省全部参与冬季错峰生产，之后南方部分省份也从之前的协同停产加入到冬季和夏季错峰生产（我们此前已经写过深度分析报告）。

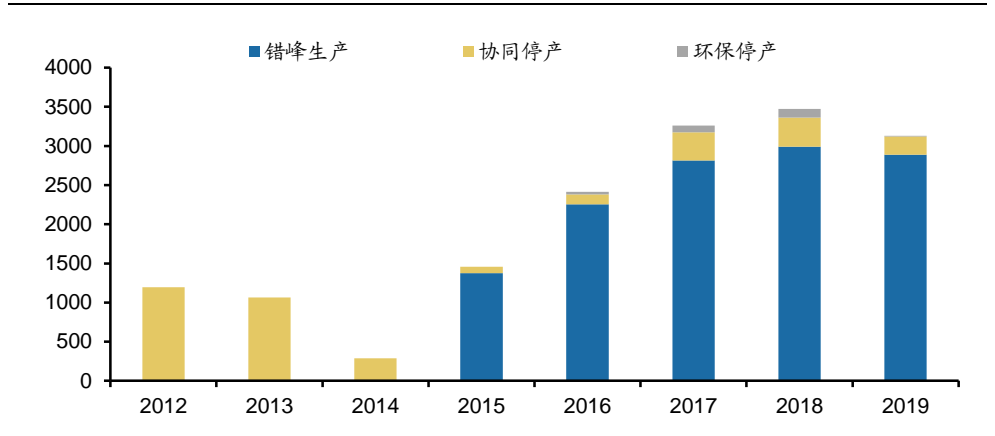
图7：2012-2019年各省份错峰限产天数比较（单位：天；不完全统计）



数据来源：数字水泥网，各省政府网站，广发证券发展研究中心

注：2019年为不完全统计

图8：2015-2019E行业停产情况（单位：天）

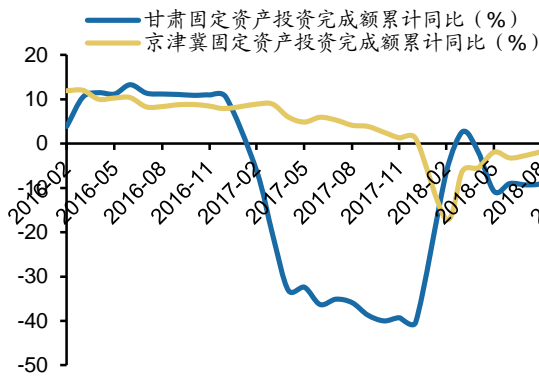


数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

注：2012-2013年东北三省自发冬季停产，我们算入协同停产，2015年加入北方十五省错峰生产序列；2019年为不完全统计

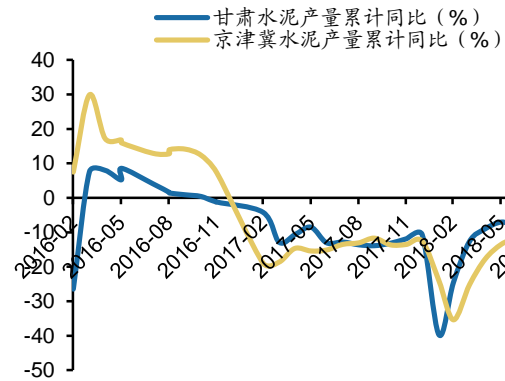
错峰生产的意义使得第一次观察到在需求持续下滑的环境下，通过供给上的收缩实现价格不跌反而有所上升，反映到区域企业的盈利上也是不降反升。以2016-2018年的京津冀和甘肃水泥市场为例，2016-2018年两个区域市场需求都以负增长环境为主，但价格仍能维持稳步上涨，企业盈利能力同样保持上升。

图9：2016-2018年甘肃及京津冀地区固投增速



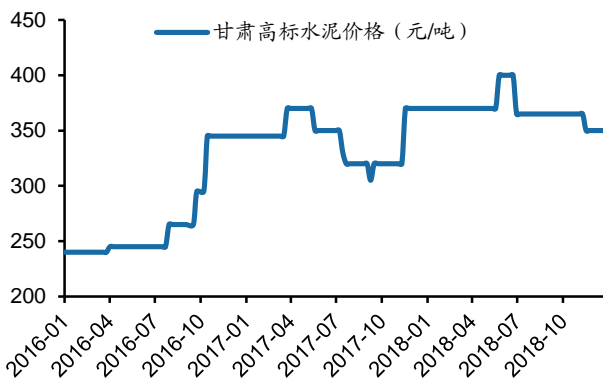
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图10：2016-2018年甘肃及京津冀水泥产量增速



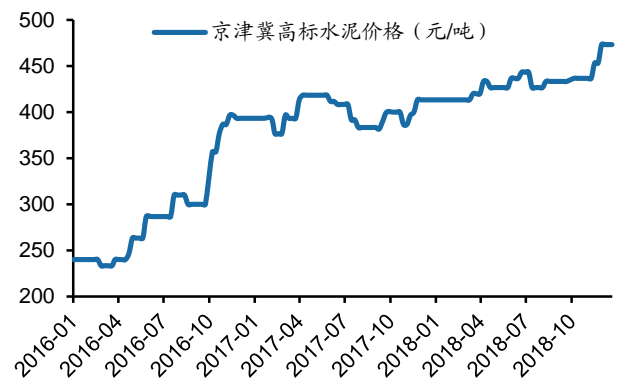
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图11: 2016-2018年甘肃地区高标水泥价格



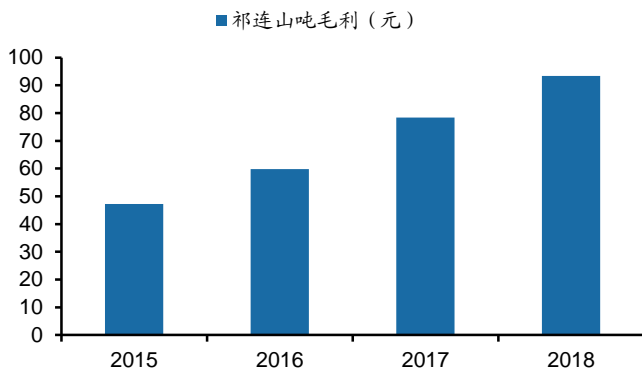
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图12: 2016-2018年京津冀地区高标水泥价格



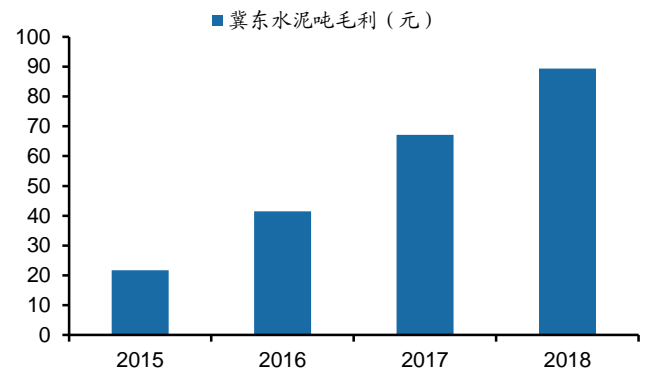
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图13: 2015-2018年祁连山吨毛利



数据来源: 祁连山年报, 广发证券发展研究中心

图14: 2015-2018年冀东水泥吨毛利



数据来源: 冀东水泥年报, 广发证券发展研究中心

三是大企业间竞合关系的变化(尤其是海螺水泥和中国建材)催生了一系列水泥联合销售公司的成立,使大企业区域控制力变得更强。自2017年2月山东淄博成立全国首家水泥联合销售公司以来,东三省、安徽、唐山等均有水泥联合销售公司逐步落地。我们认为联合销售公司的设立进一步强化了行业自律,避免恶性竞争,使得大企业区域的控制力更强。

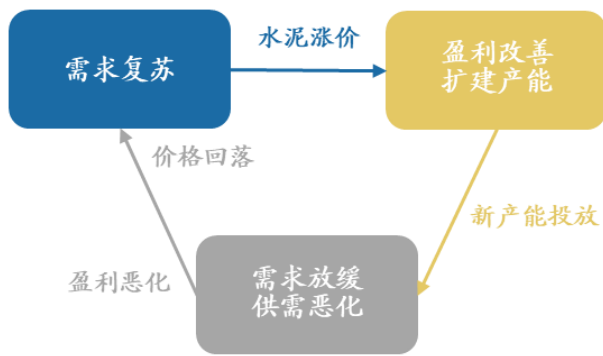
表 1: 截止 2018 年底已经成立的 14 家水泥联合销售公司

时间	省份	公司名称	主要内容
2017-02	山东	淄博联和水泥	由淄博山水、山东东华、山东山铝等 7 家企业发起设立, 严格执行错峰生产, 实行无例外统一停窑。
2017-03	内蒙古	呼伦贝尔蒙北水泥	由阿荣旗蒙西水泥、海拉尔蒙西水泥、龙江北方水泥等 21 家水泥企业共同发起。
2017-03	辽宁	辽宁辽水水泥	由阜新大鹰、辽宁银盛等 4 家水泥企业发起。
2017-06	黑龙江	隆合建材	由北方水泥、亚泰集团、金隅冀东等组建, 做实销售平台, 同时积极探索平台外企业的整合办法, 最终实现黑龙江水泥一体化。
2017-08	辽宁	辽宁云鼎	由山东山水、亚泰集团、北方水泥等 6 家在辽宁省内熟料产能合计 2346 万吨的企业建立。通过平台加强行业自律, 落实错峰生产等产业政策。
2017-09	内蒙古	乌海蒙宁水泥	由蒙西水泥、蒙西建材、内蒙古水泥等 13 家水泥企业共同发起。
2018-01	黑龙江	黑龙江龙东水泥	由鸡西赛龙水泥、双鸭山新时代水泥等 4 家水泥企业发起。
2018-03	内蒙古	赤峰和盈	由喀旗政府主导, 喀喇沁草原水泥等 8 家企业的 7 名出资人共同出资组建。联盟实行统一的石灰石资源整合开发利用, 打造矿山采选—深加工—销售于一体的全链条式资源型产业集团。
2018-03	安徽	安徽江北海中	海螺和中建材旗下南方水泥合资组建安徽江北海中建材贸易有限责任公司, 协同海螺和南方水泥熟料销售
2018-06	新疆	喀什联和惠泽管理咨询服务	喀什天山、喀什飞龙、喀什红旗、克州青松、莎车隆基、英吉沙山水共同组建成立
2018-07	河北	唐山金石	由唐山冀东、唐山建投、滦县磐石等 12 家企业发起成立, 旨在联合唐山周边区域企业一起实现区域动态平衡供需关系, 稳定市场价格。
2018-08	内蒙古	内蒙古水泥集团	由中国联合水泥、北方水泥等 6 家水泥企业发起成立, 促进行业协同。
2018-11	青海	青海九凝建材有限公司	由祁连山、青海互助金圆、青海新型建材等 9 家企业和青海省建材工业协会发起设立, 为化解青海省水泥过剩产能。
2018-12	吉林	吉林水泥	由亚泰集团、北方水泥和唐山冀东共同出资组建, 探索关停压减过剩产能的新路径, 优化产能结构布局, 提高生产集中度。

数据来源: 中国水泥网, 广发证券发展研究中心

新建产能少和错峰生产打破了周期传统的供需传导机制, 而区域高集中度和大企业良好合作机制使得大企业对区域控制力加强, 从而带来本轮上行周期中(低需求、低供给)价格和盈利中枢的上移。

图15: 水泥传统周期传导机制



数据来源: 广发证券发展研究中心

图16: 水泥新周期传导机制



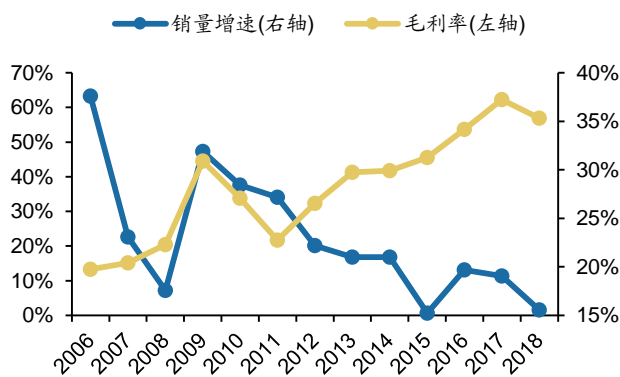
数据来源: 广发证券发展研究中心

### 石膏板行业和药用玻璃包材行业: 龙头公司高市占率带来的定价能力提升

石膏板行业“一家独大”的格局，北新建材一家独占60%的市场份额；药用玻璃磨制瓶也是“一家独大”的格局，山东药玻一家独占80%的市场份额；龙头公司高市占率带来定价能力提升，尤其是2016年公司治理结构改变和行业供给侧改革以后，体现得更加明显。

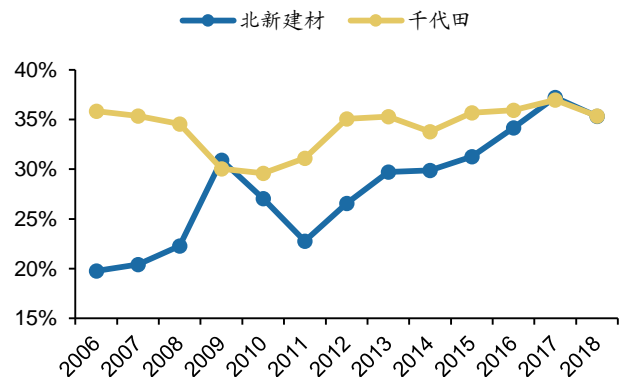
我们比较了北新建材和千代田（日本第二大石膏板企业，市场占有率约为20%，龙头公司吉野没有上市），千代田的毛利率中枢明显高于北新建材，而2017-2018年北新建材毛利率才逐步赶上千代田，考虑到龙头公司效应，我们预计吉野的毛利率更高，北新建材的毛利率中枢仍有提升空间。而山东药玻磨制瓶预计仍有销量占比30%的品类仍处于亏损状态，仍然具备结构性提价空间。

图17: 北新建材毛利率和销量增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

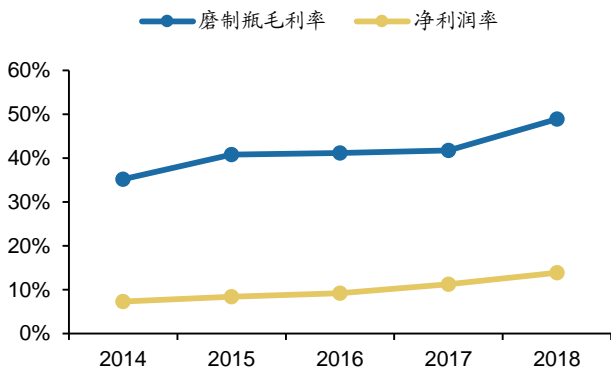
图18: 北新建材和千代田毛利率比较



数据来源: wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

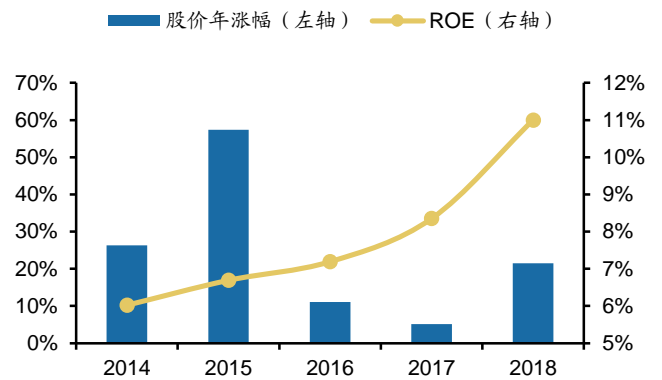
注: 千代田为日本第二大石膏板企业

图19: 山东药玻模制瓶毛利率和净利润率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图20: 山东药玻ROE和股价年涨幅



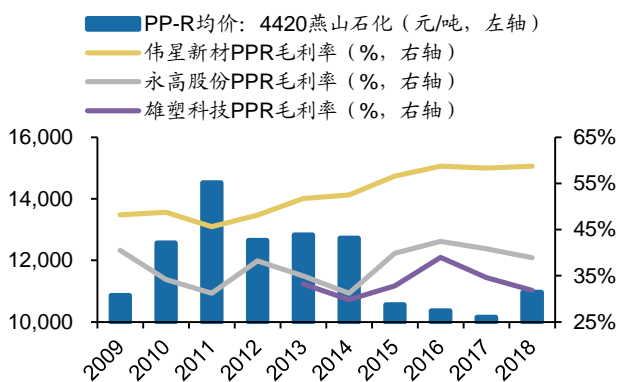
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 家装水管行业: 从制造品到消费品, 品牌造就好的竞争格局

家装管材行业天然具备品牌属性; 家装水管有天然痛点, 一方面, 水是人们日常生活的必需品, 劣质的水管材料可能会导致饮用水含有毒物质, 从而危害人体健康; 另一方面, 劣质的水管材料导致使用寿命短, 同时水管在安装时接头处多采用热熔工艺, 不合格的施工和验收会导致后续水管易发生漏水问题, 而家装水管属于隐蔽工程, 漏水问题的发现存在时滞, 因此一旦水管发生漏水, 积水可能会破坏墙面和地板, 导致维修翻新成本很高, 装修购买水管的费用才1000-2500元, 而维修成本往往上万; 这样在装修购买阶段, 业主对价格不敏感, 更看重品质和品牌。

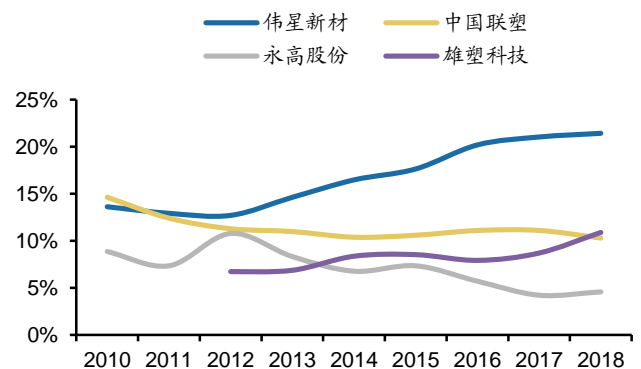
伟星新材专注于家装水管这个细分小市场(家装水管属于塑料管材行业里的“长尾市场”), 构建了行业新的商业模式和扁平化渠道管理, 把制造品做成消费品, 显著拉开了和竞争对手的差距, 造就了好的竞争格局, 实现了盈利中枢持续上移。

图21: 不同管材公司PPR产品的毛利率



数据来源: 招股说明书, wind, 广发证券发展研究中心

图22: 伟星新材和同行ROE比较



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

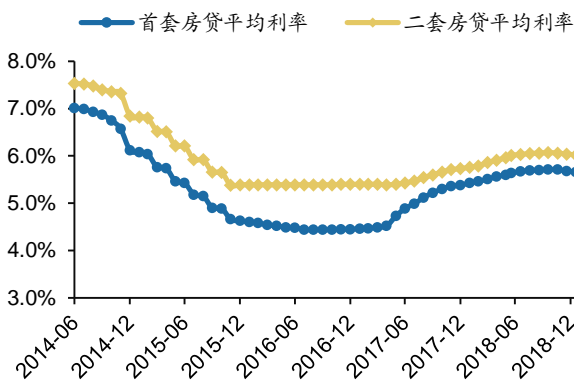
## 下半年有哪些需求亮点值得重视

### 地产需求不用悲观

1-5月份房地产各项数据（销售、新开工、施工、投资）都超出年初市场的预期，以房地产销售面积数据为例，统计局披露的1-5月份房地产销售面积增速为-1.5%，增速表现比年初房地产研究员的整体预测要好，同时大部分地产研究员在年中策略对全年销售面积增速预测都作出了上调。按照我司地产行业观点，超预期的驱动因素，一是整体信贷政策环境宽松使得按揭贷款利率回落，二是低库存状态下，需求对信贷政策变化更加敏感；全国房地产销售面积增速全年将呈现出小幅回落态势，我司房地产行业研究员预计全年销售面积增速同比下降2.5%。

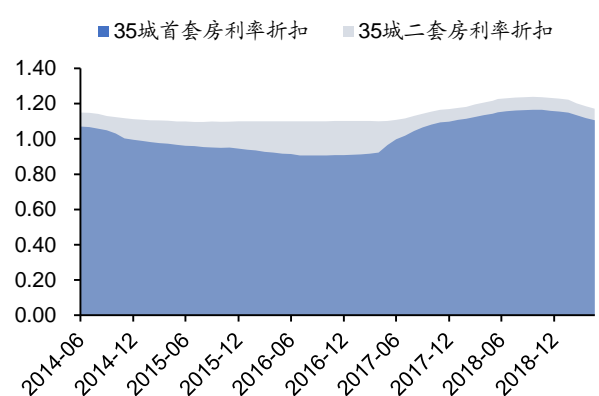
我们在4月份曾发布深度报告《再论本轮房地产周期和对上下游产业链的影响》，提出了几个分析结论：一是由于调整时间错位（一二线和三四线）和“因城施策”的政策思路，全国房地产销售下行预计将较为平缓漫长；二是住宅新开工面积增速下行幅度预计比住宅销售面积增速下行幅度要小；三是全年施工面积增速和建安投资增速预计要高于2018年。

图23：重点35城首套二套房按揭贷平均利率



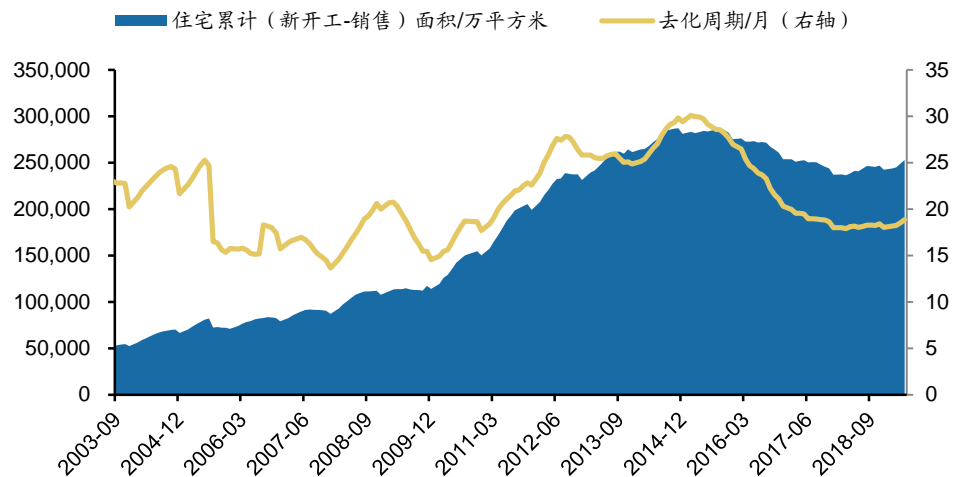
数据来源：融360，广发证券发展研究中心房地产小组

图24：重点35城首套二套房按揭贷平均利率折扣



数据来源：融360，广发证券发展研究中心房地产小组

图25: 累计住宅库存和去化率

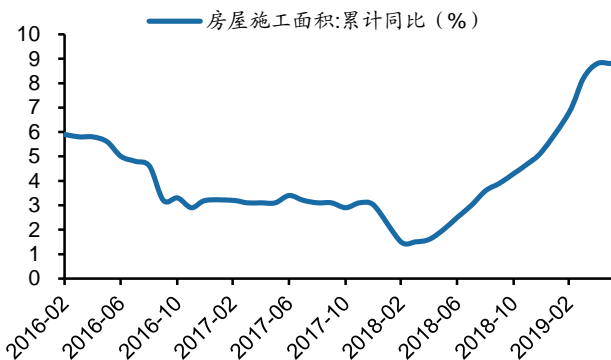


数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

统计局披露1-5月份房屋新开工面积增速10.5%，仍保持较强劲的增长态势，目前行业整体仍处于低库存状态，同时考虑到去年下半年下开工面积的高基数效应，预计房屋新开工面积增速环比会回落，我司房地产行业研究员预计全年新开工面积增速同比上涨5%。统计局披露1-5月份房屋施工面积增速8.8%（去年同期2%，去年全年5.2%），建安投资增速5.2%（去年同期-3.0%，去年全年-3.3%），保持回升态势，符合我们前面在深度报告里的分析，我司房地产行业研究员预计全年施工面积增速同比上涨7.9%，全年建安投资同比增长7.4%。

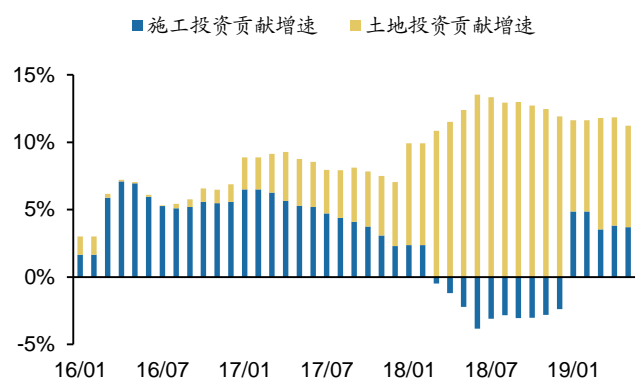
整体来看，下半年房地产上游产业链需求仍将保持稳定态势。

图26: 2016年至今房屋施工面积累计同比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图27: 2016年至今房地产投资增速拆分



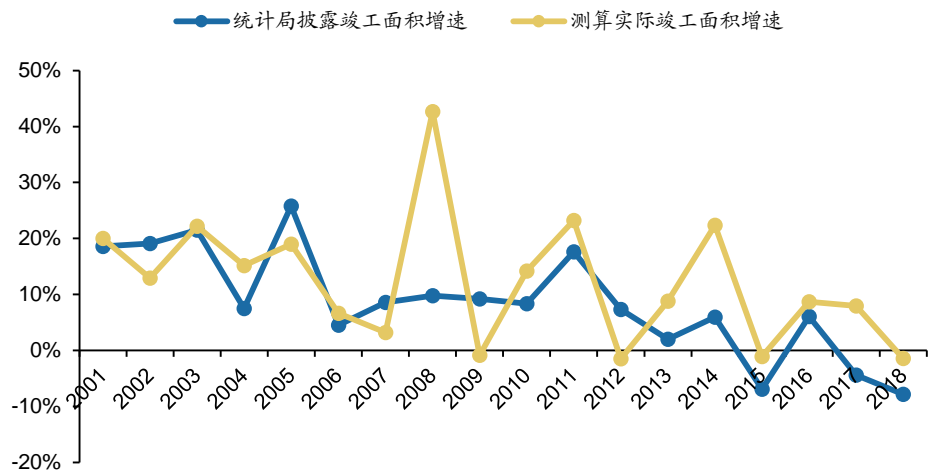
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

最后，我们想分析讨论一下房地产竣工端的情况；从逻辑来看，一轮周期里竣工面积增速的波动率比销售面积和新开工面积增速的波动要小，因为对于开发商而言，销售不可调节，而竣工可以调节，使得竣工面积增速的波峰波谷都相对要低。从统计数据来看，竣工面积统计数据的准确度较差，我们可以考虑用退出施工面积（理论上实际退出施工的面积=竣工面积+净停工面积，退出施工面积在08年、14



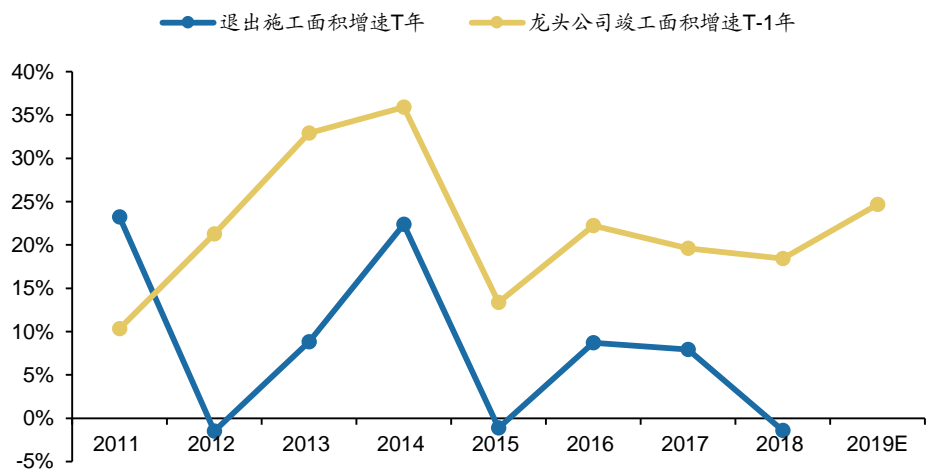
年存在真实停工，其他时间更贴近真实竣工货交付数据）来替代实际竣工面积（第N年新开工面积+第N-1年施工面积-第N-1年退出施工面积=第N年施工面积），据此我们算出2017-2018实际竣工面积（退出施工面积）情况没有统计局披露的那么差。从过去经验来看，一般龙头公司竣工结算周期比行业平均要早一年左右（龙头公司资金实力和开发能力强），从过去历史数据来看匹配度也较高，以此来看我们认为2019年行业实际竣工面积增速相比2018年要回升，但是幅度相对会比较温和。

图28: 统计局披露的竣工面积增速和测算的退出施工面积增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图29: 龙头公司T-1年竣工面积增速和行业T年退出施工面积增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

注：龙头公司是指行业CR5碧桂园、万科、恒大、保利、中海

### 北方需求回暖，下半年仍将持续

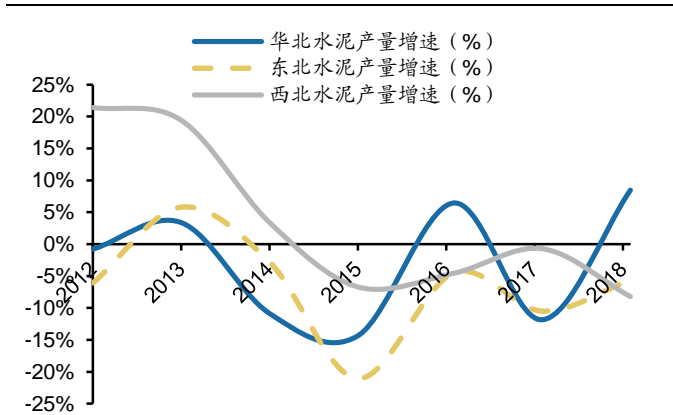
从2012年开始，中国北方地区和南方地区水泥需求出现了明显分化，呈现出“南强北弱”的态势，我们可以从两个指标衡量，一是南北方2018年水泥产量相比2011年、2015年（本轮周期起点是从2016年开始）的变化，二是南北方2018年人均水泥产量相比2011、2015年变化。可以看到2012年开始北方地区大部分时间都处于负增长区间，南方地区除了2015年以外都处于正增长态势，而到目前北方地区人均水泥产量低于南方地区，也低于中枢水平。

表2: 各区域水泥产量比较

	全国	华北	东北	西北	华东	中南	西南
<b>水泥产量（万吨）</b>							
2011	206,316	25981	14125	14670	65422	54992	31126
2015	234,796	19,776	11,149	20,930	75,177	67,242	40,522
2018	217,667	16985	7211	16734	70254	62413	44069
2018年相比2011年变动	5.50%	-34.63%	-48.95%	14.07%	7.39%	13.49%	41.58%
2018年相比2015年变动	-7.30%	-14.11%	-35.32%	-20.05%	-6.55%	-7.18%	8.75%
<b>人均水泥产量（吨/人）</b>							
2011	1.54	1.56	1.29	1.51	1.66	1.46	1.61
2015	1.71	1.14	1.02	2.09	1.86	1.74	2.04
2018	1.56	0.97	0.67	1.63	1.71	1.58	2.18

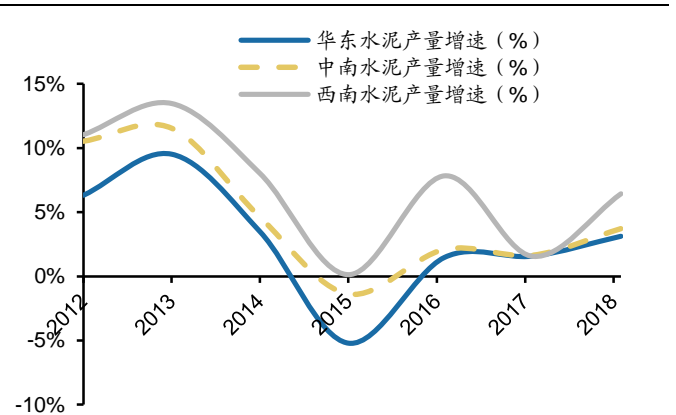
数据来源：数字水泥网，统计局，广发证券发展研究中心

图30: 华北、东北、西北水泥产量增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图31: 华东、中南、西南水泥产量增速

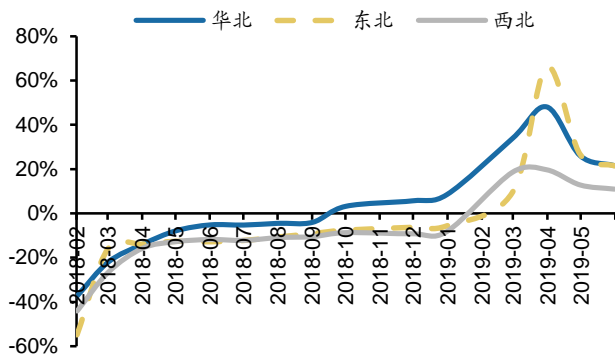


数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

值得注意的是，从2018年4季度以来，北方地区水泥产量明显在回升，到目前

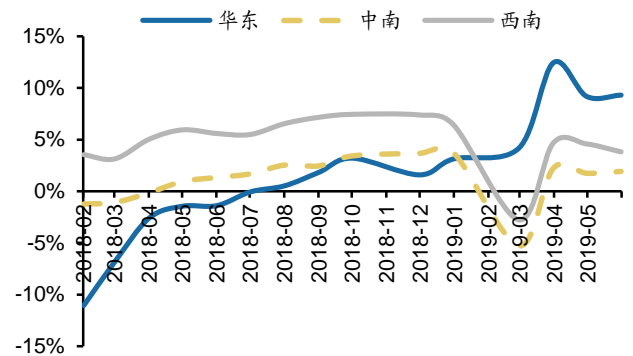
为止持续保持双位数增长态势，同时从区域的库容比和出货率来看，产量高增长同时库容比明显比以往低，出货率也好于以往，说明北方的需求在回缓。我们认为主要是受益于基建回暖，一方面北方地区基建需求占比大，另一方面2018年7月以来政策密集出台，国常会及政治局会议重点强调“基建补短板”，全国基建投资增速于2018年9月起企稳回升。考虑到北方地区水泥需求明显处于中枢以下水平，以及基建稳增长的政策环境，我们认为北方核心区域市场需求回升下半年仍将持续，北方需求回暖正当时。

图32: 北方三大区域水泥产量累计同比增速



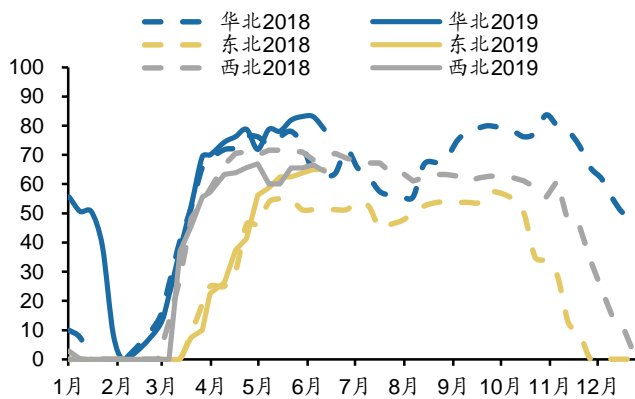
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图33: 南方三大区域水泥产量累计同比增速



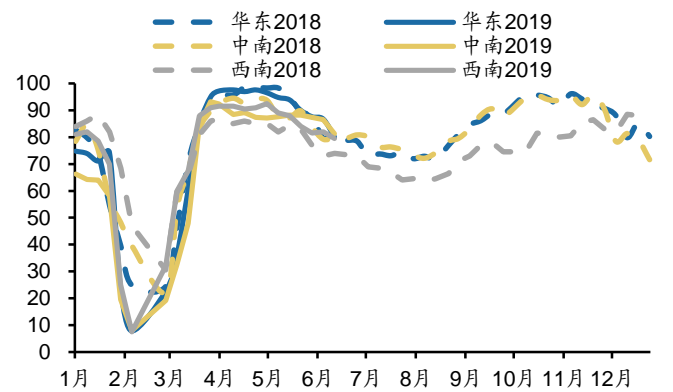
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图34: 北方三大区域库容比 (%)



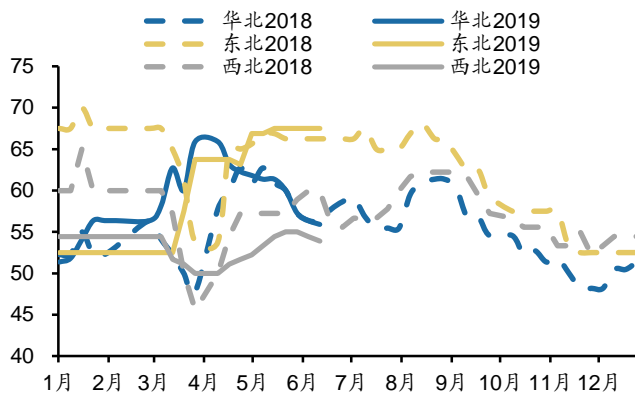
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图35: 南方三大区域库容比 (%)



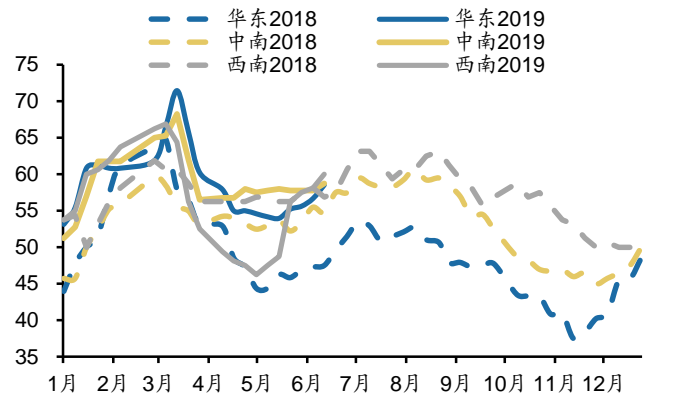
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图36: 北方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图37: 南方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

区域需求回升将使得北方区域龙头公司享受量价齐升, 带来ROE显著提升。

表3: 2018年南北方主要水泥上市公司水泥销量、归属净利润、ROE(平均)相比2011年、2015年变动情况

南方水泥企业		2018 (相比 2011/相比 2015)	2015	2011
海螺水泥	销量(万吨)	29800 (189%/116%)	25600	15800
	归属净利润(亿元)	298.14 (257%/397%)	75.16	115.90
	ROE	29.5%	11.0%	29.0%
华新水泥	销量(万吨)	7072 (167%/141%)	5022	4228
	归属净利润(亿元)	51.81 (482%/5042%)	1.03	10.75
	ROE	36.3%	1.1%	16.8%
华润水泥	销量(万吨)	8664 (171%/106%)	8135	5062
	归属净利润(亿元)	79.75 (191%/786%)	10.15	41.79
	ROE	23.5%	3.7%	24.5%
亚洲水泥中国	销量(万吨)	3095 (129%/102%)	3038	2401
	归属净利润(亿元)	24.21 (181%/-809%)	-2.99	13.41
	ROE	22.0%	-3.1%	17.0%
北方水泥企业		2018 (相比 2011/相比 2015)	2015	2011
冀东水泥	销量(万吨)	9664 (134%/138%)	7025	7193
	归属净利润(亿元)	14.83 (97%/186%)	-17.15	15.25
	ROE	12.0%	-15.7%	15.6%
祁连山	销量(万吨)	1926 (163%/93%)	2060	1180
	归属净利润(亿元)	6.55 (197%/365%)	1.79	3.32
	ROE	11.8%	3.7%	12.3%
宁夏建材	销量(万吨)	1510 (180%/101%)	1497	838
	归属净利润(亿元)	4.28 (121%/2125%)	0.20	3.53
	ROE	9.1%	0.5%	11.1%
天山股份	销量(万吨)	1946 (105%/106%)	1845	1847
	归属净利润(亿元)	12.41 (110%/336%)	-5.25	11.30
	ROE	15.8%	-7.9%	27.8%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

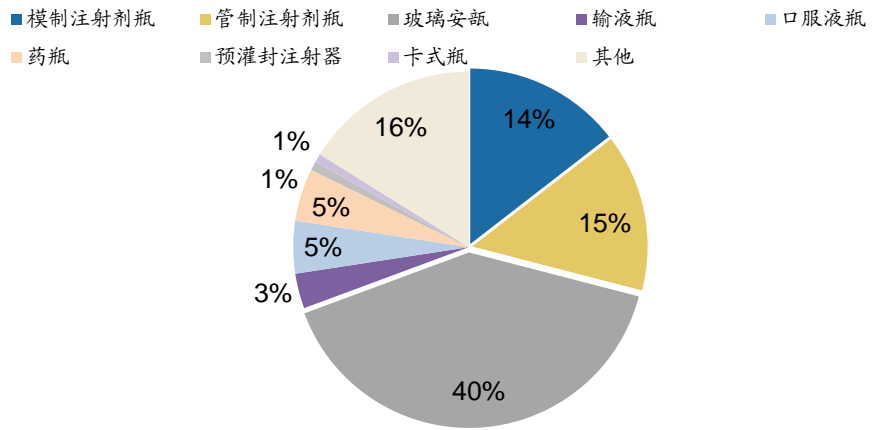
### 中硼硅玻璃放量值得期待

我们在2018年12月份深度报告《药用玻璃:一致性评价风已起,龙头启动再成长》详细分析了测算了中硼硅玻璃需求逻辑和市场空间。

首先,为什么要关注注射剂一致性评价政策。一是从玻璃药包材需求结构来看,注射剂瓶销量占比高(29%),玻璃安瓿销量占比也有40%;二是从国际比较角度来看,目前中国注射剂瓶以低端产品(钙钠玻璃、低硼硅玻璃)为主,发达国家(以美国为例)以高端产品为主,而钠钙玻璃和低硼硅玻璃材料耐水性低,易发生脱片,存在潜在风险。三是2017年年底颁布注射剂一致性评价意见征求意见稿,其中提出,直接接触药品的注射剂包装材料和容器,不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻

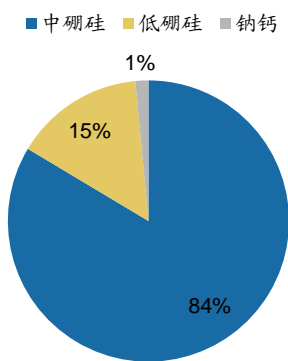
璃，为中硼硅注射剂瓶放量打开了空间；下半年需重点关注正式意见稿的出台时间。

图38: 注射剂瓶销量占比高



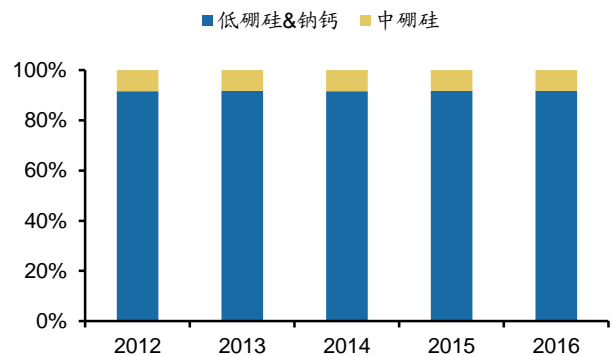
数据来源: CWEA, 广发证券发展研究中心

图39: 美国各类注射剂玻璃包材结构占比



数据来源: USP <660>, CFDA, 药智数据, PDB数据库, 广发证券发展研究中心  
注: 按注册证比例测算

图40: 中国注射剂包材结构占比



数据来源: USP <660>, CFDA, 药智数据, PDB数据库, 广发证券发展研究中心

其次，我们在报告里做了详细测算，目前国内注射剂玻璃包材市场空间大约30~35亿元，而在一致性评价政策背景下，随着中硼硅玻璃瓶渗透率提升，注射剂玻璃包材行业潜在增加30-90亿元。

表 4: 一致性评价下, 注射剂玻璃包材行业在悲观情况下增长空间约 30 亿元, 乐观情况下增长空间约 90 亿元

产量/用量 (亿支)		2012	2013	2014	2015	2016
化学药注射剂	化学药注射剂产量	593	616	665	606	608
	模制注射剂瓶用量	79	84	84	88	85
	管制注射剂瓶用量	79	84	84	88	85
	玻璃安瓿用量	210	207	225	186	200
化学仿制药注射剂 (仿制药占比取 90%)	模制注射剂瓶用量	71	76	76	79	77
	管制注射剂瓶用量	71	76	76	79	77
	玻璃安瓿用量	172	169	186	150	163
一致性评价仿制药 销量份额	模制注射剂瓶用量	48	51	51	54	52
	管制注射剂瓶用量	48	51	51	54	52
	玻璃安瓿用量	111	110	120	97	105
悲观假设	中性硼硅模制注射剂瓶替代量	5	5	5	5	5
	中性硼硅管制注射剂瓶替代量	5	5	5	5	5
	中性硼硅玻璃安瓿替代量	111	110	120	97	105
玻璃药包材整体增长空间 (亿元)		<b>31</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>30</b>
乐观假设	中性硼硅模制注射剂瓶替代量	48	51	51	54	52
	中性硼硅管制注射剂瓶替代量	48	51	51	54	52
	中性硼硅玻璃安瓿替代量	111	110	120	97	105
玻璃药包材整体增长空间 (亿元)		<b>87</b>	<b>91</b>	<b>93</b>	<b>91</b>	<b>90</b>

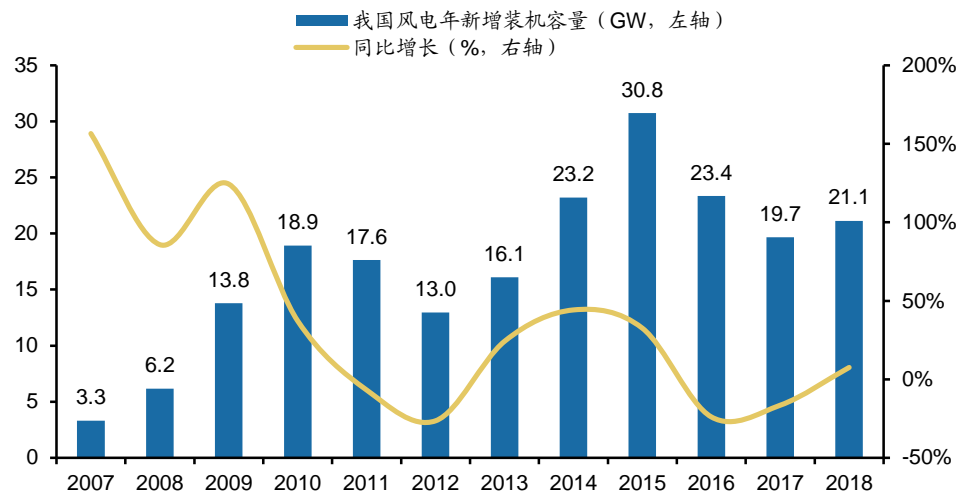
数据来源: PDB 数据库, 广发证券发展研究中心

### 风电叶片需求回升具备可持续性

- 未来两年有望再现风电装机高峰, 带动叶片需求

需求透支+监管限制(高弃风率)导致16/17年全国风电新增装机下滑, 18年缓慢复苏。2018年全国风电新增装机同比增长8%至21.1GW, 在经历16/17连续两年的下滑后实现正增长。

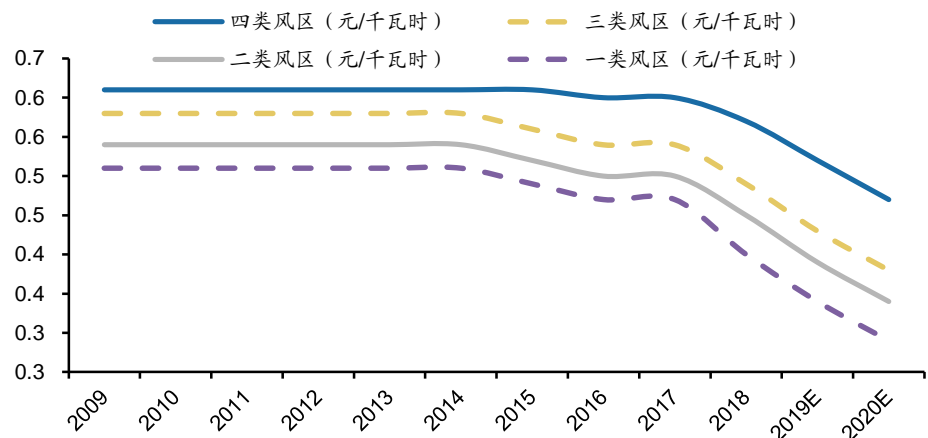
图41: 2007-2018年我国风电新增装机容量(吊装)及同比增速



数据来源: CWEA, 广发证券发展研究中心

我们预计2019-2020年风电行业有望迎来两年“抢装潮”，每年装机规模或逼近2015年高点。根据国家发改委电价调整政策，2019年底前建设的风电项目继续保持0.47-0.60元/KWh上网电价，否则上网电价将被调整为0.40-0.57元/KWh。且在2018年1月1日之前核准的项目需要在2019年底前开工建设才能获得较高的电价。同时，2019年5月底，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，确定陆上风电标杆上网电价改为指导价，同时下调2019年陆上风电指导价至0.34~0.52元/KWh、下调2020年陆上风电指导价至0.29~0.47元/KWh。政策同时明确2019-2020年新核准项目要在2021年底之前并网，否则国家将不再补贴，这也会加速新核准项目的转化速度，进一步加剧2019、2020年“抢装”热度。因此，我们认为2019-2020年有望迎来新一轮风电“抢装潮”，装机规模或逼近2015年高点。

图42: 2009-2020E四类风区上网电价(指导电价)调价情况



数据来源: 能源局, 广发证券发展研究中心

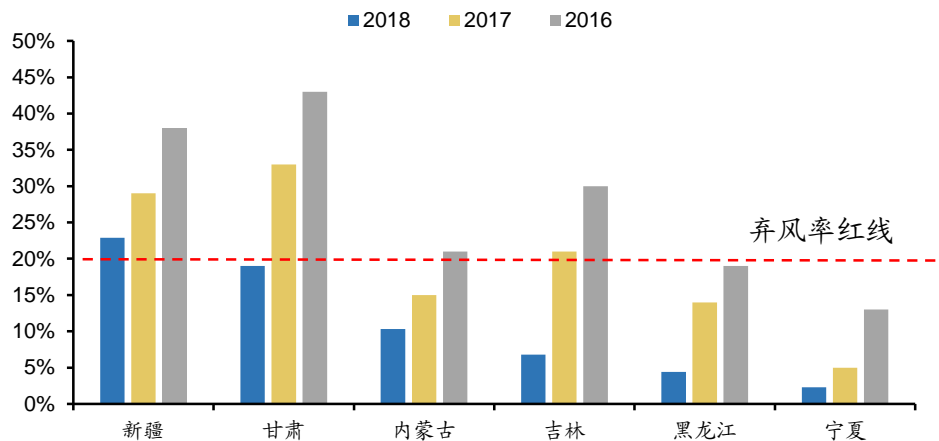
我们认为2019年存量市场(三北)有望改善, 增量市场(低风速区、海上风



电)有望发力。

(1) 三北地区弃风率改善, 带动存量项目释放。2017年2月, 国家能源局下发通知, 规定弃风率超过20%的六个省份禁止核准和新建风电项目, 影响了2017年全年的行业装机规模。为解决三北地区较为严重的弃风限电现象, 政府采取建设跨省跨区特高压线路与设定风电最低保障利用小时数等措施。截至2018年, “红六省”中除新疆外弃风率均已回落至20%的监管红线之下, 新疆也有望于2019年脱离20%的弃风红线, 有望带动存量项目释放。

图43: 2016-2018年“红六省”弃风率情况



数据来源: 能源局, 广发证券发展研究中心

(2) 低风速风电与海上风电受政策大力扶持, 有望保持快速增长。随着低风速技术逐渐成熟, 《风电发展“十三五”规划》提出要加快开发中东部及南部等低风速地区的陆上风能资源, 到2020年新增并网装机容量达到42GW以上, “上不封顶”。除此之外, 政策还要求重点推动苏、闽、浙、粤四省的海上风电建设, 预计到2020年全国海上风电开工建设规模达10GW, 并网容量达5GW。

而从中长期来看, 风电有望于2021年以后“平价上网”, 过去政策带来的大起大落波动将不再。《关于完善风电上网电价政策的通知》还规定自2021年1月1日开始, 新核准的陆上风电项目全面实现平价上网, 国家不再补贴, 我们认为行业有望告别大起大落, 长期稳定向上机会来临。

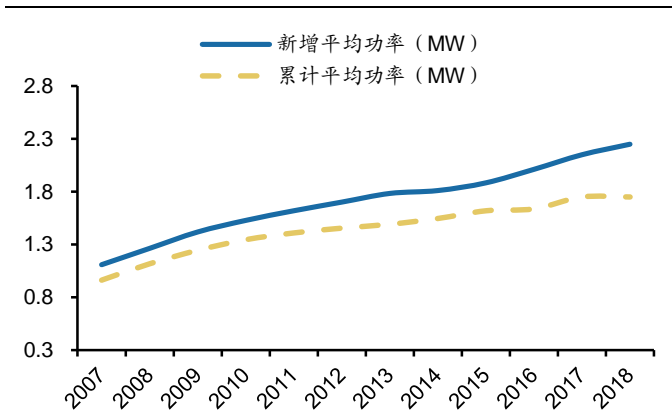
根据发改委能源研究所发布的《中国风电发展路线图2050》, 2020-2030年年均新增装机在20GW左右, 到2030年风电累计装机超过400GW, 在全国发电量中的比例达到8.4%; 2030-2050年年均新增装机在30GW左右, 到2050年风电累计装机超过1000GW, 满足全国17%的电力需求。除此之外, 我国风电机组寿命通常为20年, 替换需求也将在2030年以后开始稳定释放。

● 轻量化、高强度大叶片应用带动行业集中度提升

我国风电装机大型化趋势明显, 从而带来大叶片需求。风力发电机功率大对应单位面积装机容量大, 对风能的利用效率就高, 从而降低了成本空间。2018年我国

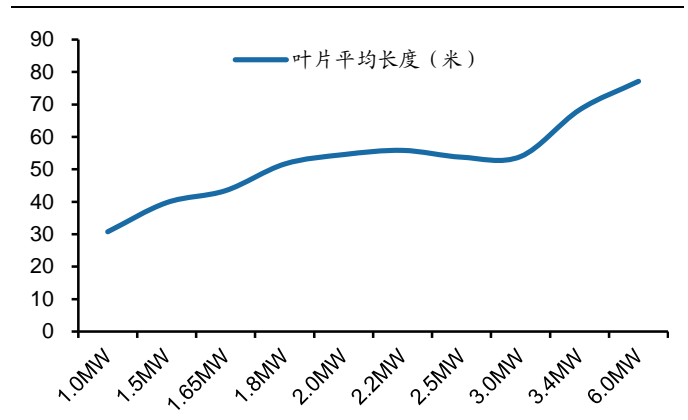
新增装机平均功率2.2MW，较2007年的1.06MW提升了108%，大型化趋势明显。根据《叶片生产现状与风电发力前景》，风机叶片的长度与风机的功率成正比关系。在相同风速下，更长的叶片有着更大的扫风面积，捕风能力的提升为风机大功率的运行提供保障。以中材科技生产的叶片为例，更高的额定功率对应更长的叶片。

图44：2007-2018年我国风电新增/累计装机平均功率



数据来源：CWEA，广发证券发展研究中心

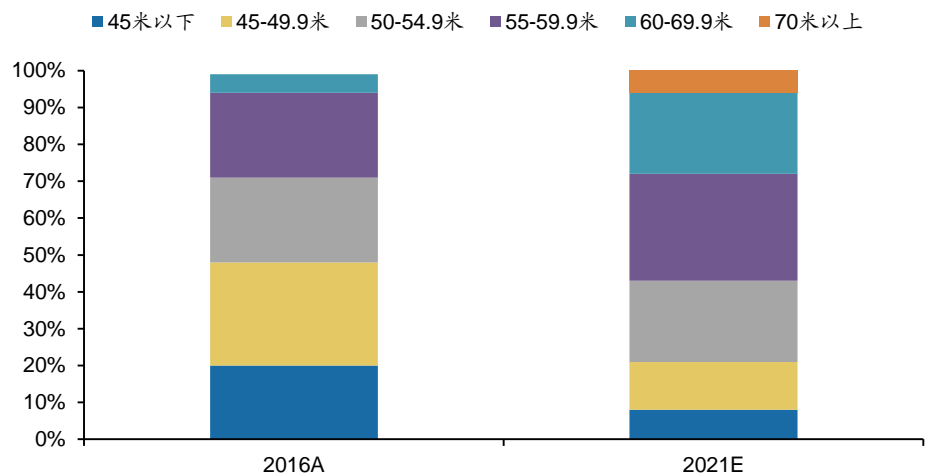
图45：中材科技不同额定功率下叶片平均长度



数据来源：中材叶片官网，广发证券发展研究中心

根据TPI年报显示，2016年全球风电叶片主要以45-49.9米的为主，60-69.9米长度的叶片仅占5%。按照GWEC的预测，2021年风电叶片主要以55-59.9米的为主，60米以上的叶片占比达到近30%。

图46：2021E全球风电叶片长度发展趋势



数据来源：TPI年报，GWEC，广发证券发展研究中心

叶片制造门槛提升，行业有望加速集中集中。在叶片大型化趋势下，叶片的载荷和重量不断增大，轻量化、高强度、低成本成为未来风电叶片的发展方向，也带

来了制造难度的提高。一方面，高模量玻纤、碳纤维等新材料的应用提升叶片强度、减轻叶片重量；另一方面设计能力的提升带来更高的叶片质量，制作工艺的改进提高叶片厂商的生产效率、降低生产成本。因此，叶片高质量将带动制造门槛提高，叶片行业有望加速集中。

## 投资建议：行业结构机会仍值得期待

综合上面的行业供需、短期和中期分析：

- 对于水泥行业：展望下半年，全国水泥均价有望保持高位；从结构来看，南方水泥价格预计维持高位，北方水泥价格预计中枢上行（北方地区核心区域出货量已经连续三个季度两位数增长，6月份淡季不淡价格反而小幅上行）。从中期来看，基于水泥行业格局的优势，我们认为除非出现以下两种情况之一（或同时出现）可能会打破行业目前供需均衡（从而使得价格下行拐点出现），一是全国各主要区域（尤其是华东地区，其次是中南地区）需求都出现一定程度负增长（-5%以上，类似2015年需求环境），二是大量的跨省产能置换使得行业尤其是核心区域（华东、华北）新增产能持续释放，目前这两种情况出现的概率都还很低。基于此，我们继续看好核心区域水泥龙头公司，首选景气上行、业绩加速的北方区域龙头祁连山和冀东水泥，其次是景气维持高位的华新水泥和海螺水泥（600585.SH/00914.HK）。
- 对于消费建材行业：下半年需求环境（地产销售和地产竣工）预计不会更差，而商业模式和行业格局好的子行业，其优质公司业绩值得中长期看好；基于此，我们中线看好三棵树、北新建材和伟星新材。
- 药用玻璃包材高端需求放量值得期待，同时行业格局好，龙头公司将多方面受益（定价能力和高端需求放量最大受益者）；继续看好山东药玻。
- 风电需求持续放量，将带动上游风电叶片景气周期上行和风电用玻纤纱持续高景气，看好龙头公司中材科技。

## 风险提示

宏观经济大幅下行、固定资产投资（包括房地产投资和基建投资）大幅下行、出口大幅下行；宏观调整政策大幅收紧；行业新增产能超预期释放；原材料价格大幅上涨。

## 广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。  
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。  
赵勇臻：分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与冀东水泥(000401)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。