

# 建筑建材行业2019年中期策略报告—— 下游需求稳定，集中度提升利好建材龙头

2019年07月01日



## 行业评级

建筑 中性（下调）

建材 强于大市（维持）

## 证券分析师

严晓情 投资咨询资格编号：S1060516080002  
邮箱：YANXIAOQING384@pingan.com.cn

吴佳鹏 投资咨询资格编号：S1060511010006

## 核心观点

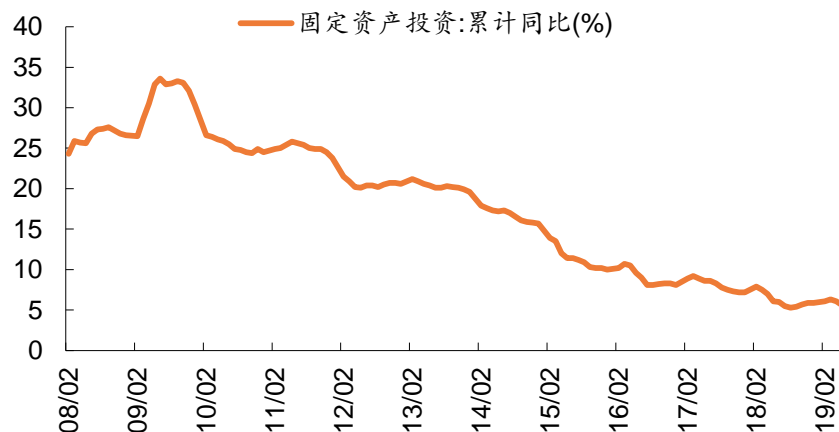
- **专项债发行提速，2H19基建投资增速将温和回升，19年建筑企业业绩改善幅度有限：**从订单看，6月单月基建订单显著回升，但民间资金参与PPP项目未出现好转；从资金看，专项债发行提速将利好基建投资回升，但地方政府债务问题将制约基建投资回升幅度。1H19建筑企业订单未出现明显好转，预计19年建筑企业业绩改善幅度有限。
- **2H19地产需求增速将小幅下行，环保资金等因素将加快建材龙头市占率提升：**在下游需求基本稳定的情况下，随着供给侧改革继续推进以及资金等因素，建材小企业加速淘汰，龙头市占率将持续提升，加上上游原材料价格徘徊在低位，建材龙头业绩确定性较高。
- **投资建议：**展望2019年下半年，我们认为政策将以稳为主，基建投资增速将小幅上行，因1H19建筑企业总体上订单未出现明显好转，19年建筑企业业绩改善幅度有限，因此将建筑行业评级由“强于大市”下调为“中性”；2H19地产投资增速将小幅下行，在下游需求基本稳定的情况下，供给侧改革推进将加速淘汰小企业，建材产能收缩，行业集中度持续提升利好行业盈利改善，因此我们维持建材行业“强于大市”的评级。个股建议关注两条主线：1) 受益于供给侧改革，市占率持续提升的低估值建材龙头，如建研集团（外加剂）、东方雨虹（防水材料）；2) 零售渠道保障业务稳健增长且分红率高的PPR管材龙头——伟星新材。
- **风险提示：**地方债务问题制约基建资金来源；地产调控高压致投资大幅下行；环保政策执行低于预期；原材料价格大幅上涨。

## 目录CONTENTS

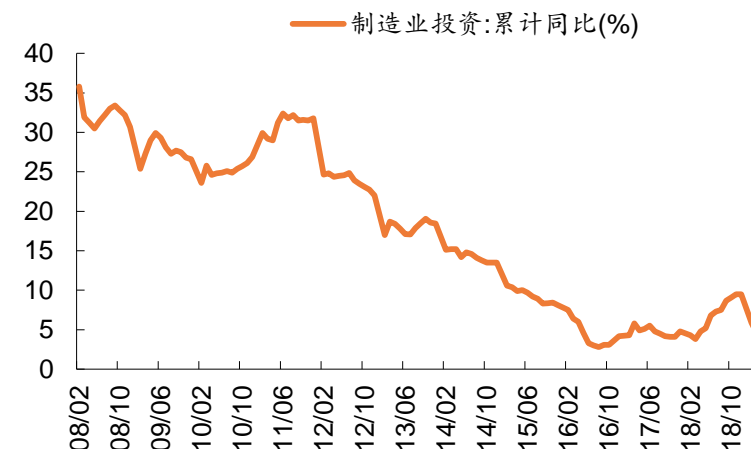
- 市场回顾：建材跑赢沪深300，建筑涨幅全行业倒数第一
- 建筑：专项债发行提速，2H19基建投资增速将温和回升
- 建材：地产需求增速小幅下行，龙头企业市占率继续提升
- 推荐标的：建研集团、东方雨虹、伟星新材

# 1.1 前5月地产投资维持较快增长，基建投资增速温和回升

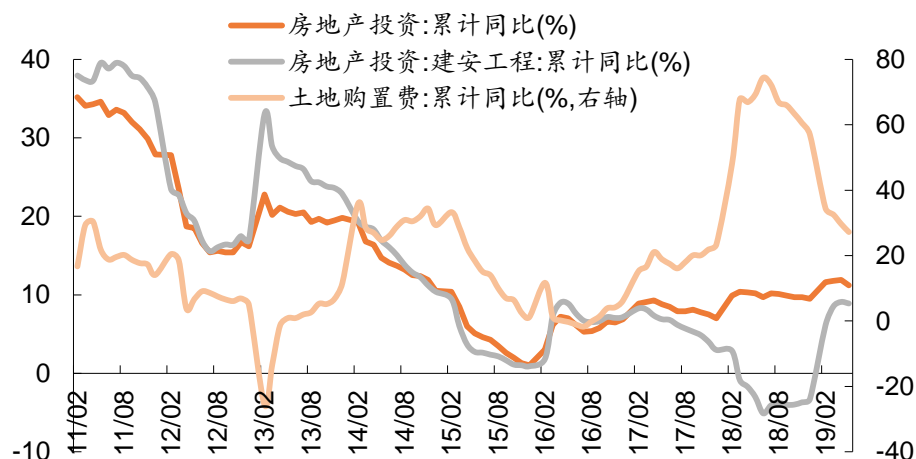
2018年1-5月固定资产投资增速下滑至5.6%



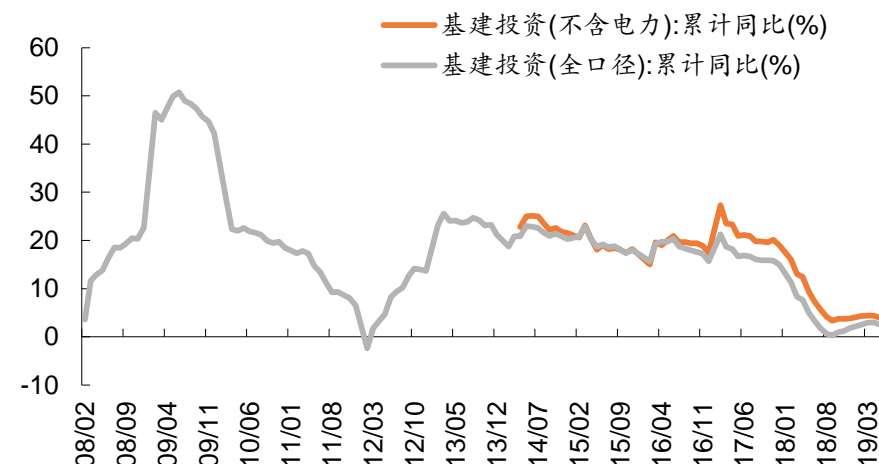
2018年1-5月制造业投资增速下滑至2.7%



2018年1-5月房地产投资增速为11.2%



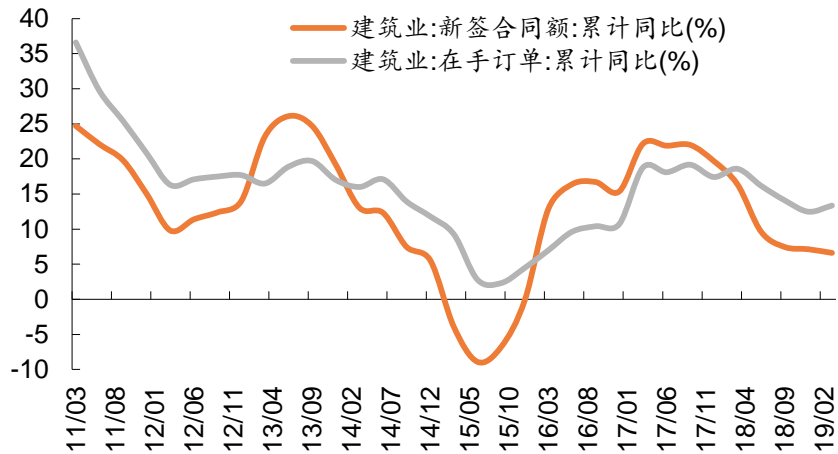
2018年1-5月基础设施投资（全口径）增速2.6%



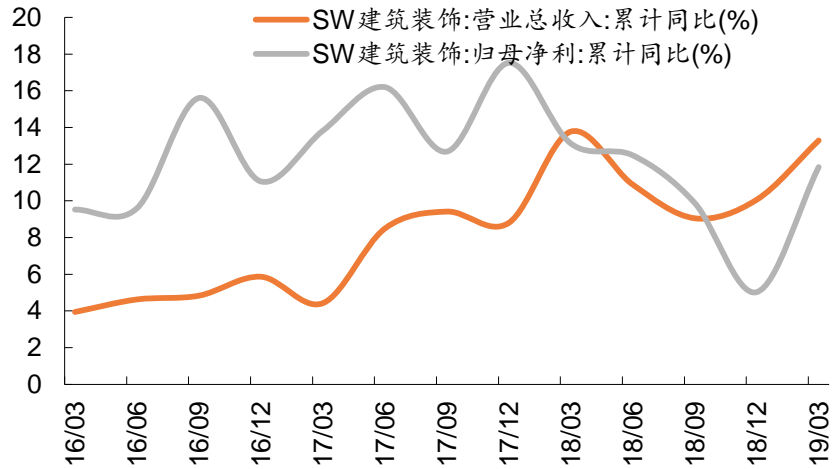
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 1.2 建筑业订单回暖不显著，国企与民企盈利显著分化

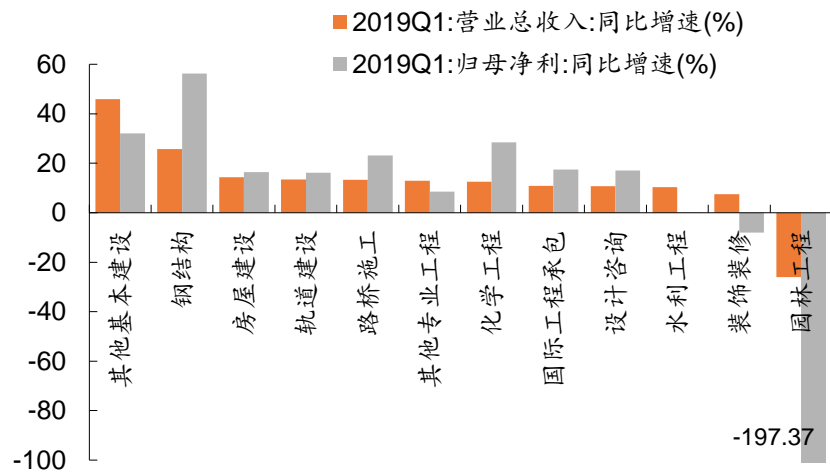
● 建筑业新签订单增速持续回落



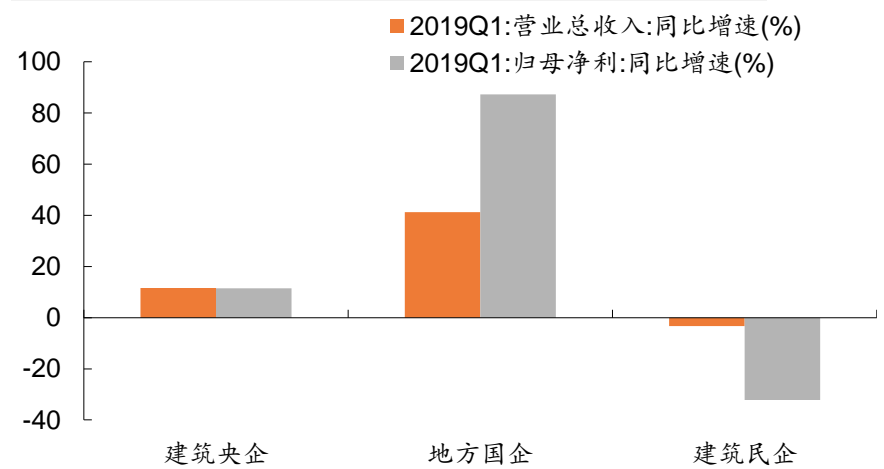
● 2019Q1建筑装饰板块业绩保持稳定



● 2019Q1建筑装饰子板块营收与净利增速对比



● 建筑国企与民企盈利显著分化

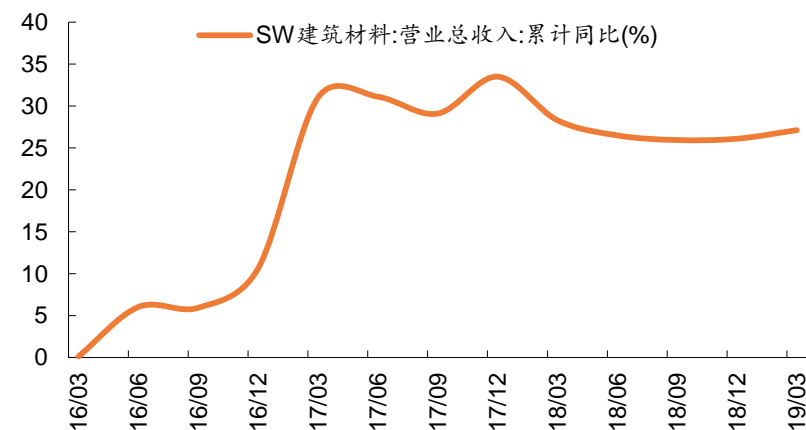


资料来源: Wind, 平安证券研究所

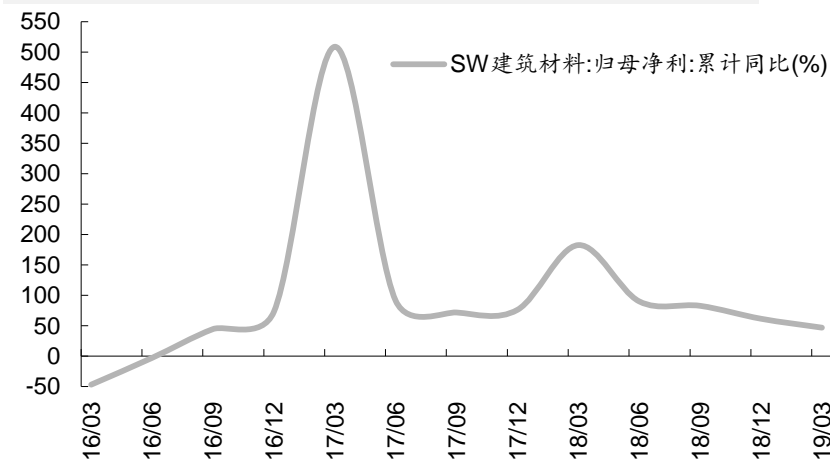


## 1.3 建材板块业绩维持高速增长，前周期建材表现领先

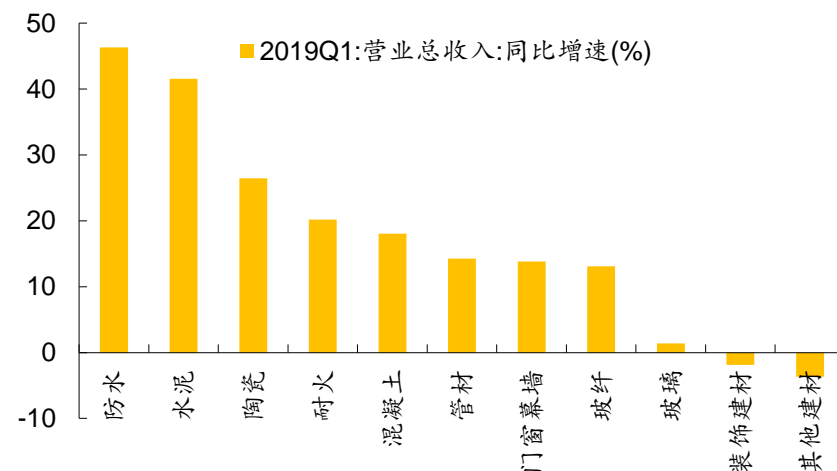
2019Q1建材板块收入增长27.12%



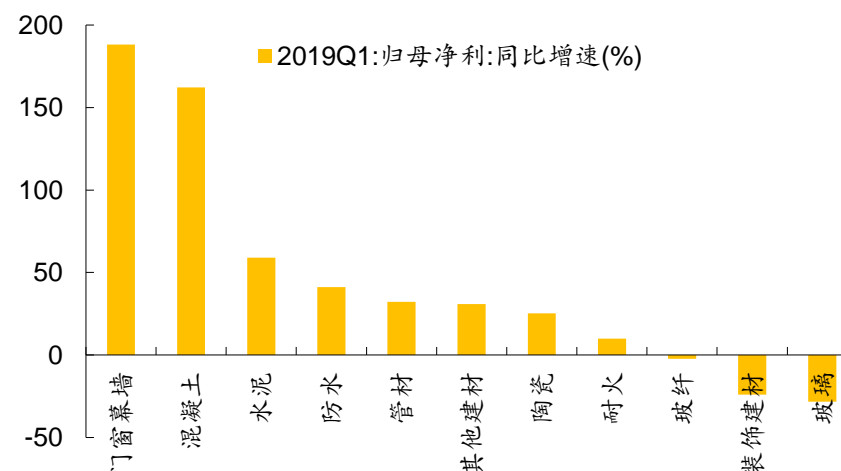
2019Q1建材板块归母净利润增长46.87%



2019Q1建材子板块营收增速对比



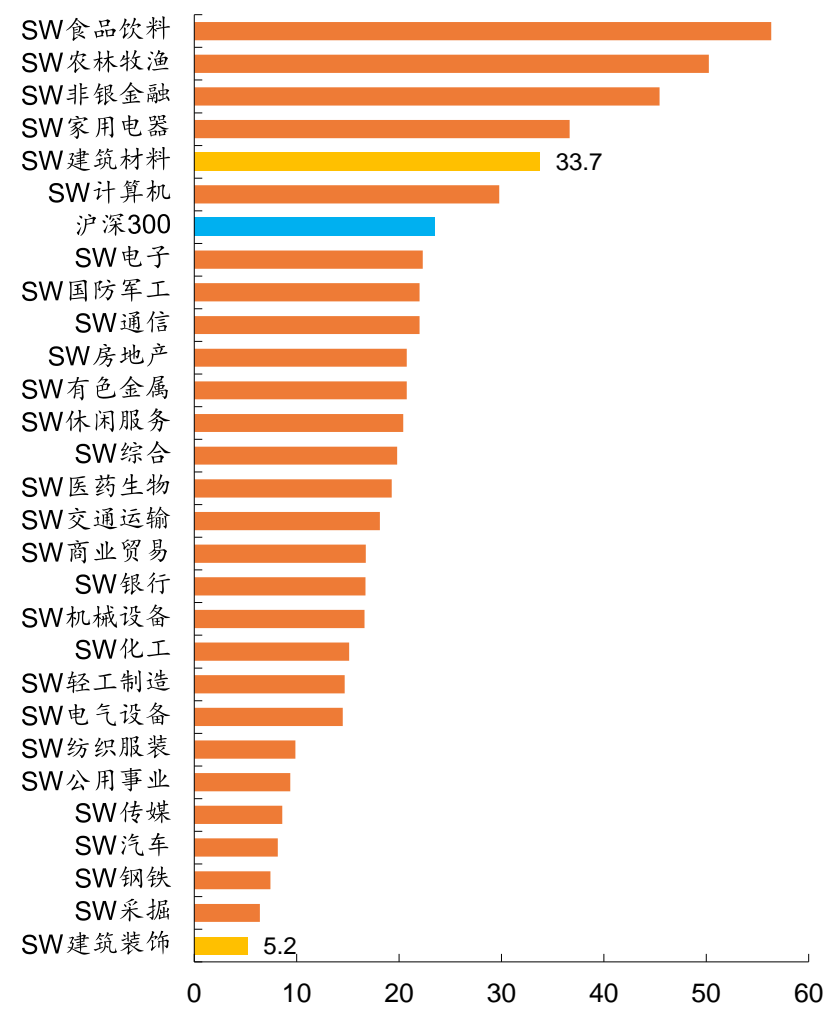
2019Q1建材子板块归母净利润增速对比



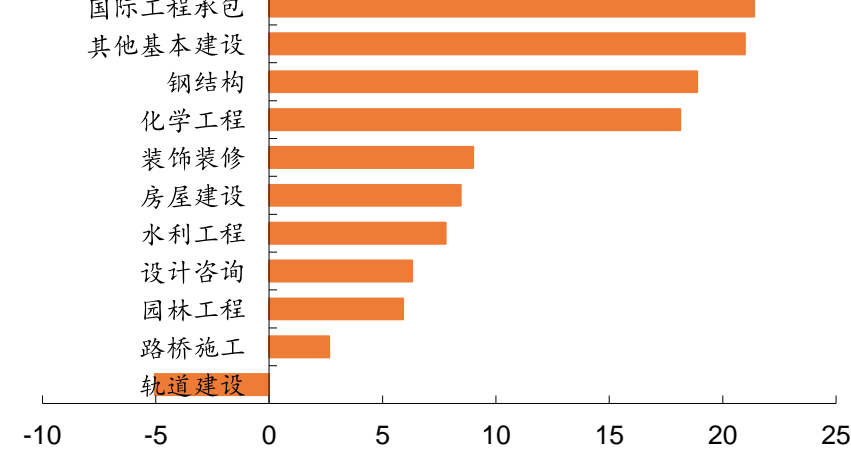
资料来源: Wind, 平安证券研究所

# 1.4 2019年上半年建材跑赢沪深300，建筑涨幅倒数第一

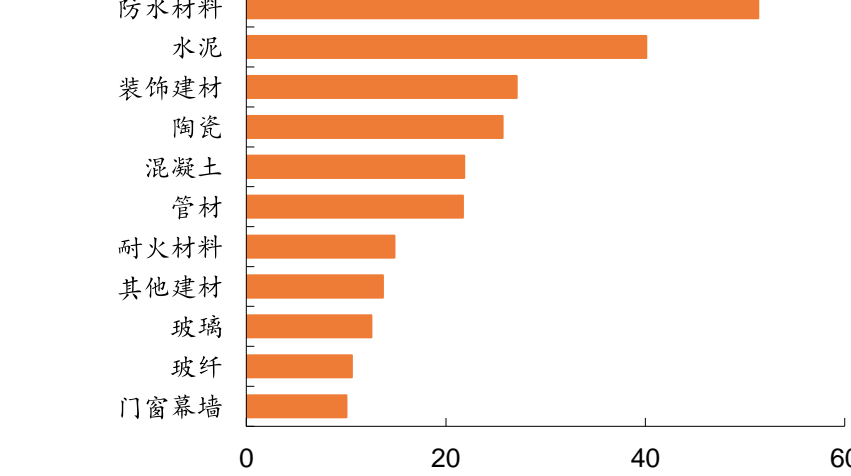
建筑、建材板块涨跌幅（20190104~20190620）



建筑子板块涨跌幅（20190104~20190620）



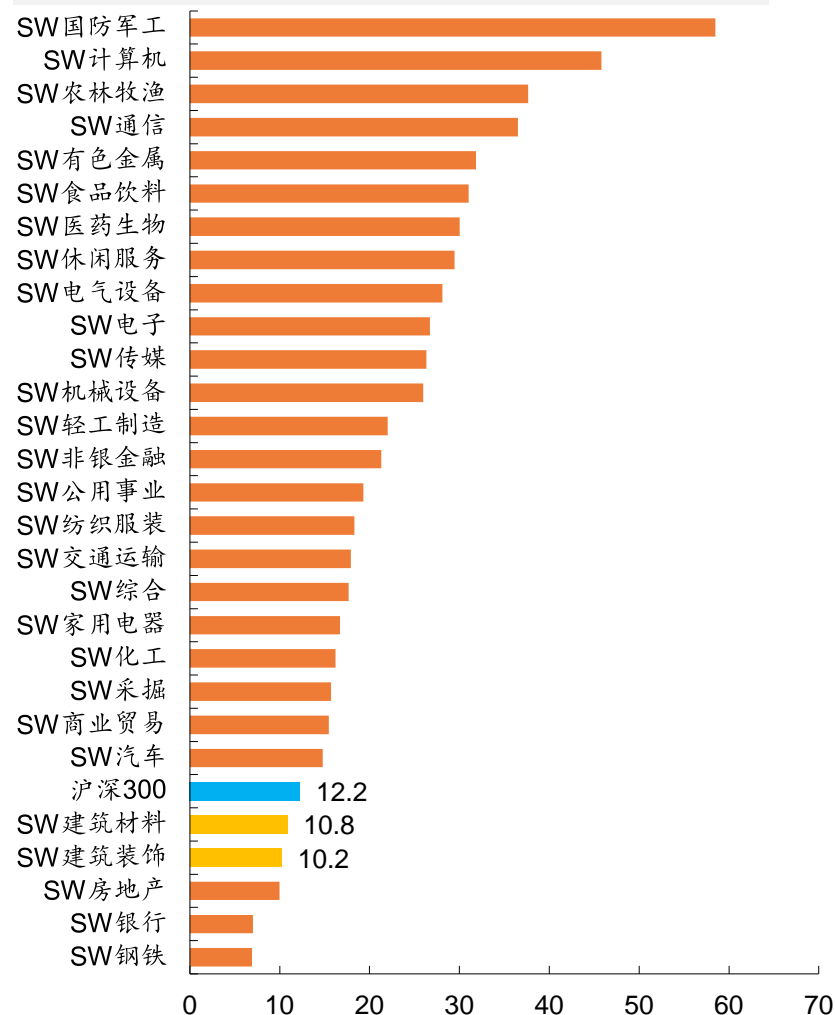
建材子板块涨跌幅（20190104~20190620）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

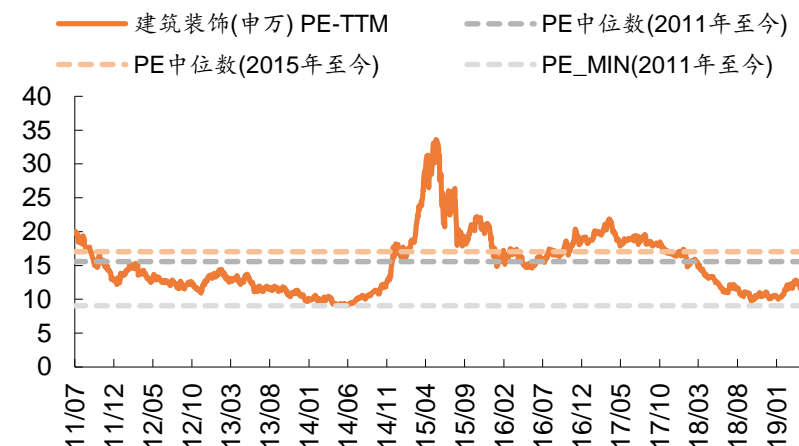
## 1.4 建筑建材行业估值双双触底

建筑建材行业PE处全行业倒数第四和倒数第五

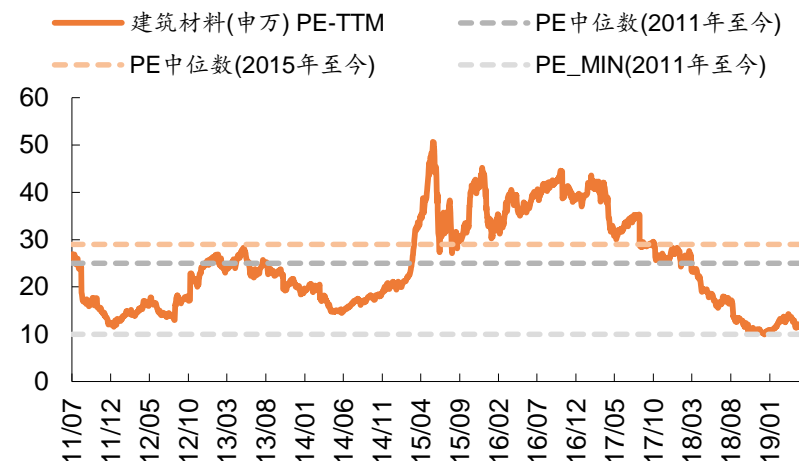


资料来源: Wind, 平安证券研究所

建筑行业PE处于2011年至今5.3%分位数水平



建材行业PE处于2011年至今4.3%分位数水平



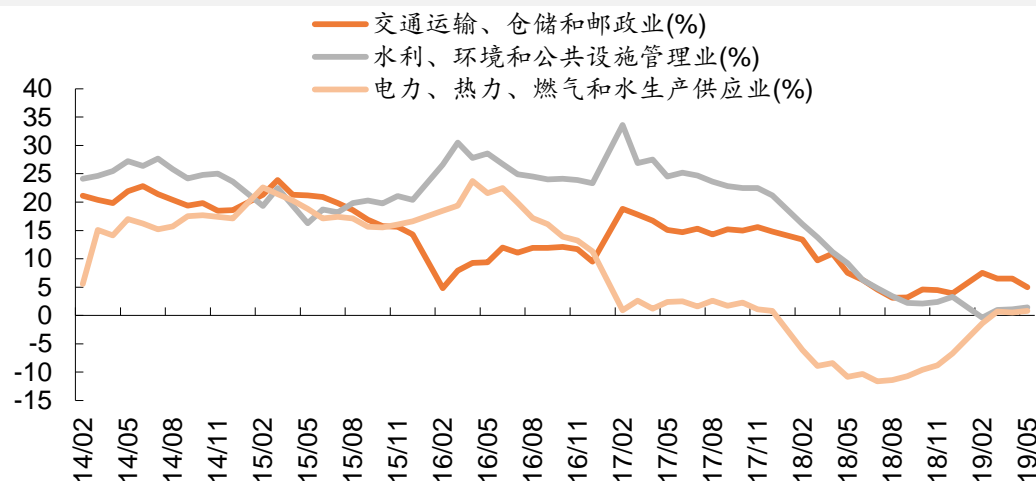


## 2.1 地方政府债务制约基建投资资金来源，2H19建筑企业业绩改善幅度有限

### ■ 地方政府债务问题制约基建资金来源，19年上半年基建投资增速不及预期

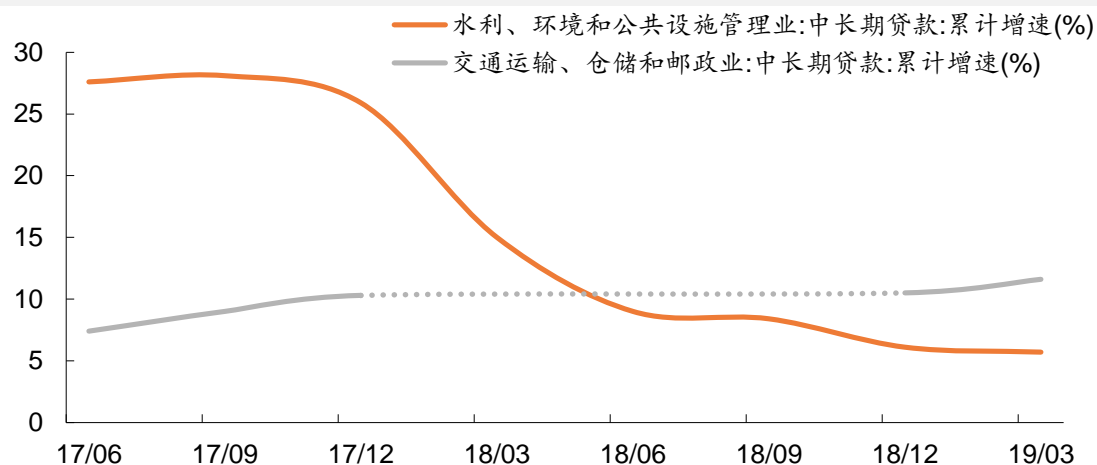
2019年一季度，交通运输仓储邮政业、水利环境和公共设施管理业中长期贷款增速分别达到了11.6%和5.7%，环比2018年末分别提高1.1pct和-0.4pct。

2019年1-5月基建分项投资增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

2019Q1交运、仓储、邮政业中长期贷款增速缓慢回升



## 2.2 专项债发行提速，19H2基建投资将温和上升

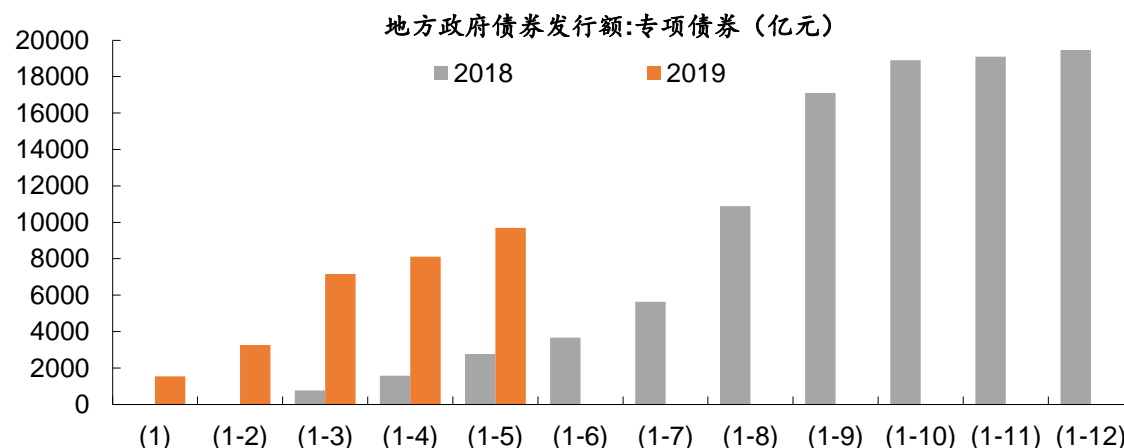
### ■ 专项债发行提速，利好下半年基建投资回升

根据国务院政府工作报告显示，2019年拟安排地方政府专项债2.15万亿元，较上年同期增加8000亿元，旨在支持重大项目建设。2019年前5月，全国地方政府专项债券累计发行量达9696亿元，同比增长250.8%，发行节奏较去年明显加快；城投债累计发行量达1.38万亿元，同比增加38.3%，助推基建投资回暖。

近日，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》提出：1) 将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；2) 鼓励通过银行贷款、险资、信用债三种方式为专项债项目提供配套融资；3) 对于铁路、城际交通、收费公路、水利工程等建设和运营期限较长的重大项目，鼓励发行10年期以上的长期专项债券。

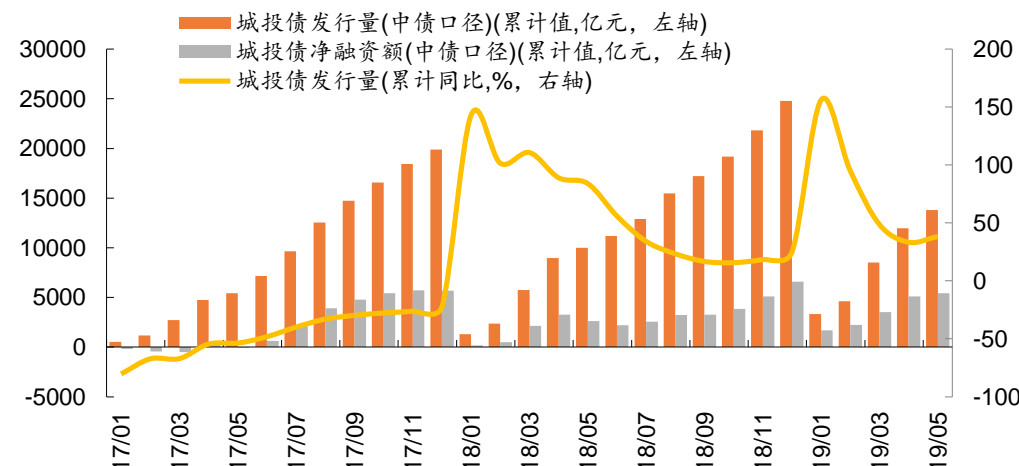
伴随专项债新政发力，下半年基建投资将提速。

#### 2019年1-5月政府专项债券发行量同比明显增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

#### 2019年1-5月城投债发行量同比快速增长



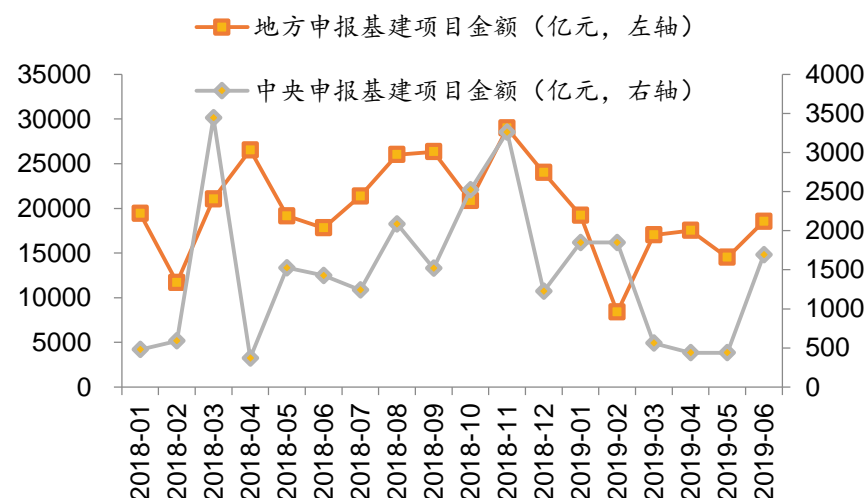
## 2.3 6月基建订单加速，但民间资金参与PPP项目未见好转

### ■ 19年6月中央和地方政府申报基建项目金额显著上升

今年上半年中央和地方申报基建项目金额分别为6828亿元、95201亿元，YOY-13%和YOY-18%。  
但6月中央和地方申报基建项目金额显著上升，分别为1693亿元、18534亿元，环比上月大幅增长。

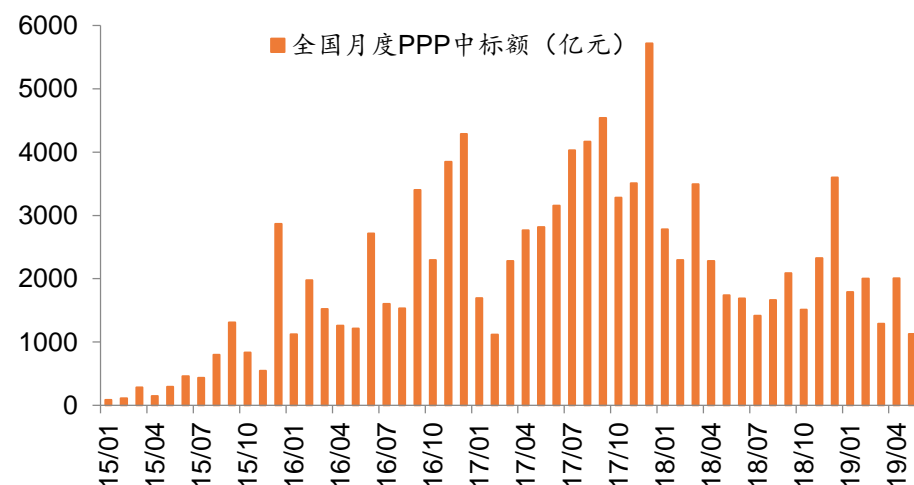
### ■ 2019年前6月全国PPP订单中标金额为9782亿元，YOY-32%，民间资金参与PPP项目未见好转。

#### ● 2019年6月中央和地方政府申报项目金额显著上升

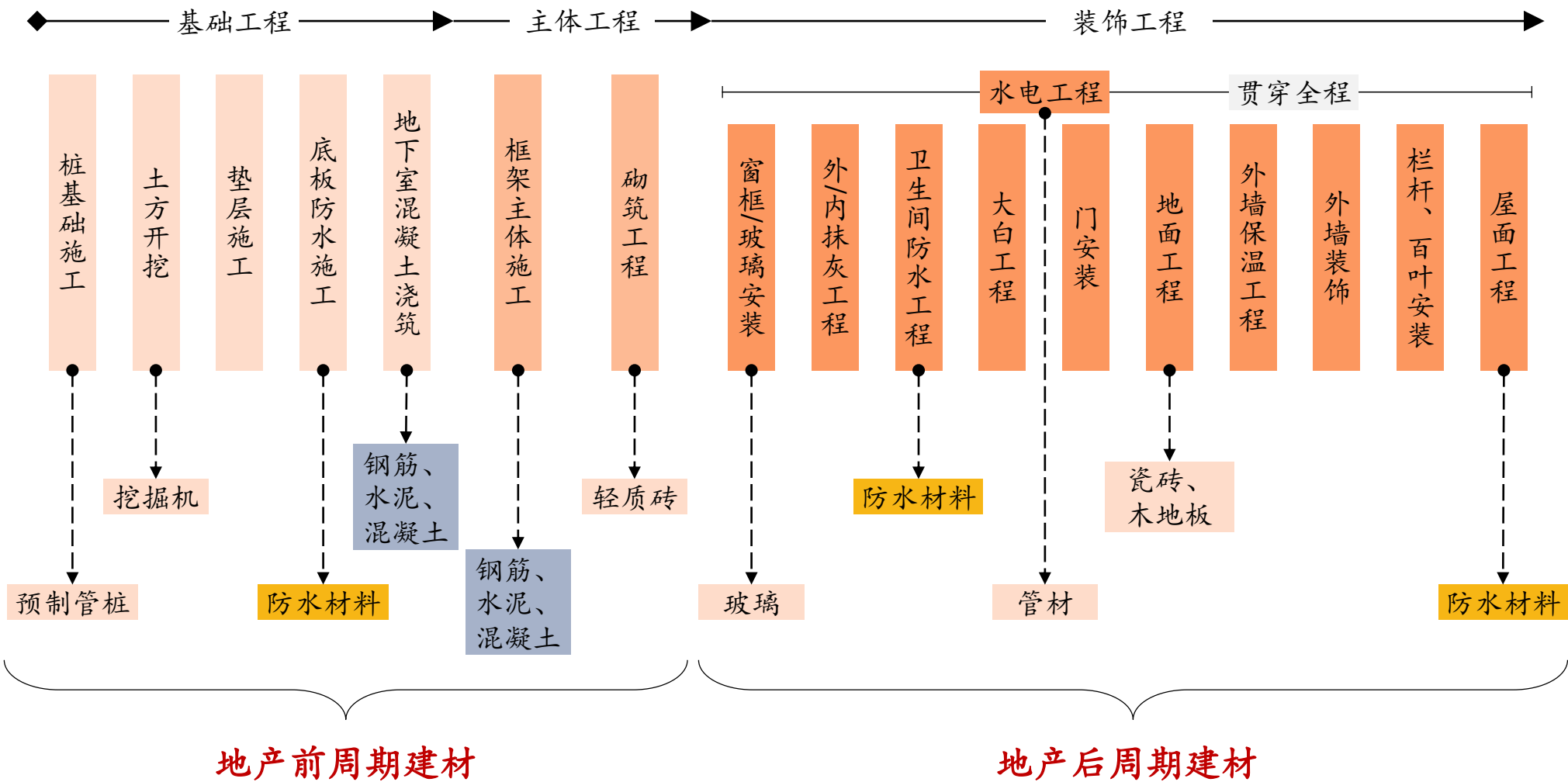


资料来源: wind, 全国投资项目在线审批监管平台, 平安证券研究所

#### ● 2019年前6月全国PPP订单中标金额为9782亿元，YOY-32%

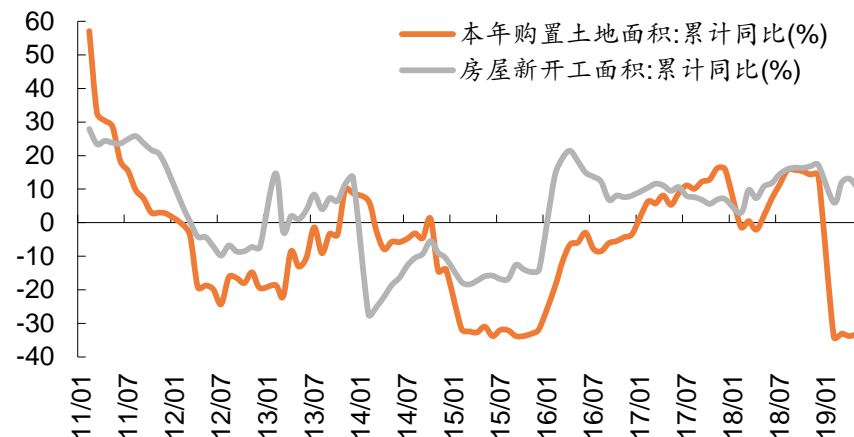


# 建材：房屋建设行业分阶段建材需求

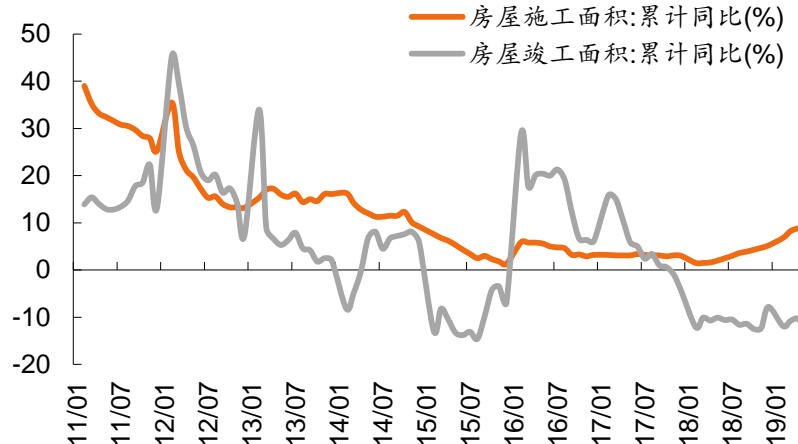


## 建材：2H19地产需求增速将缓慢下行，地产融资待缓解

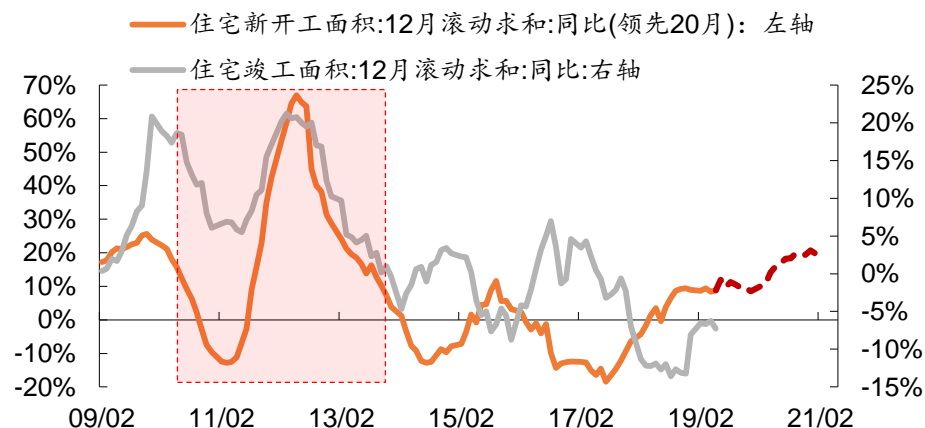
2019年5月房屋新开工面积增速开始放缓



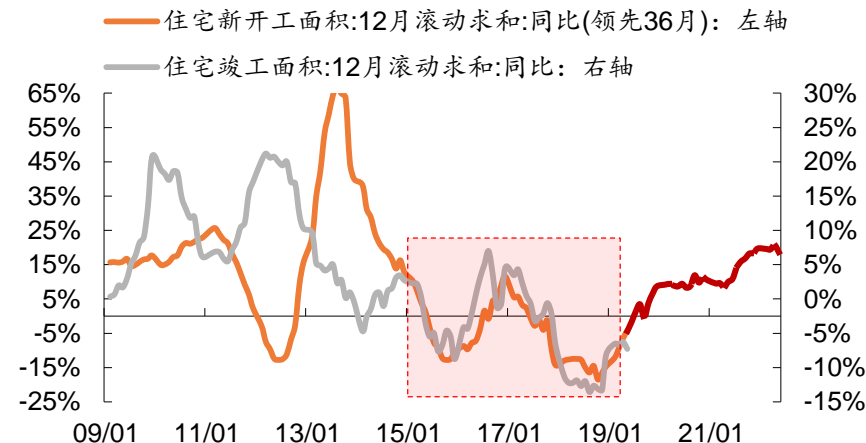
2019年房屋竣工面积增速仍在底部



2010年~2013年住宅新开工面积增速领先住宅竣工增速20个月



2015年以来住宅新开工面积领先住宅竣工面积增速36个月

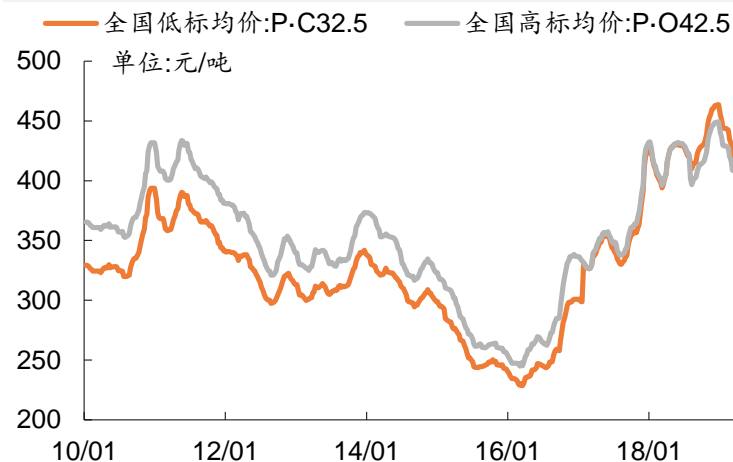


资料来源: Wind, 平安证券研究所

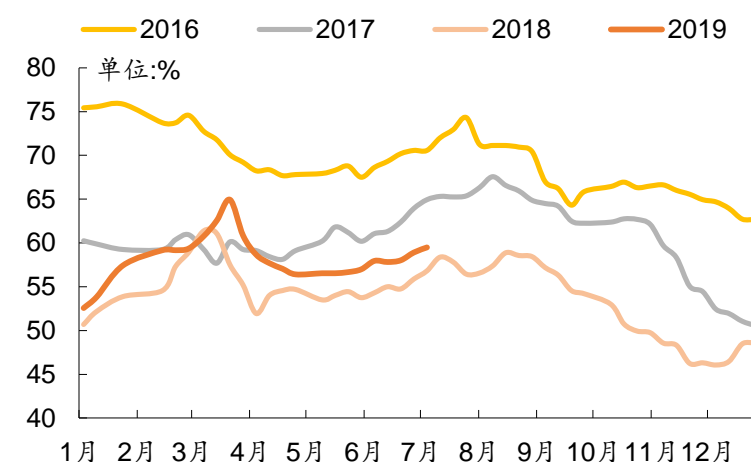
## 3.1 水泥：联合限产将致水泥价格维持在高位

- 地产需求增速放缓，预计19年下半年水泥产量将小幅下行
- 由于水泥行业集中度较高，在需求不出现大幅下滑的情况下，企业联合限产将使得水泥价格维持在高位。
- 标的：华新水泥（华中水泥龙头）

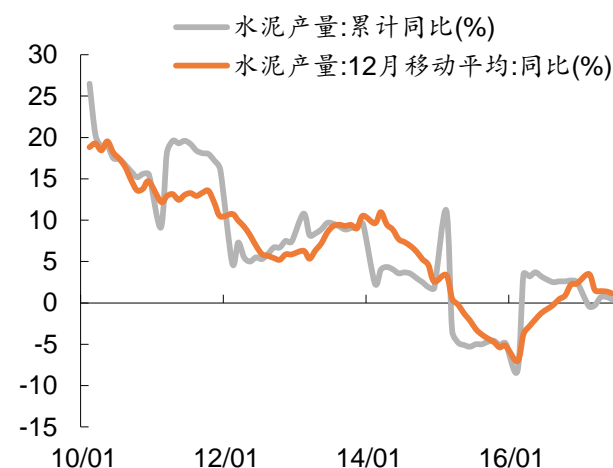
● 全国水泥价格高位震荡



● 全国水泥库容比走势



● 19年前5月全国水泥产量累计增长7.1%



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所



## 3.2 外加剂：环保加快外加剂小企业退出，龙头市占率提升

■ 外加剂行业由于“退城入园”等环保因素致小企业不断退出，龙头市占率提升增强了对客户的议价能力。

■ 上游原材料环氧乙烷及聚醚单体因产能过剩，原材料价格将徘徊在低位，外加剂毛利率同比大幅上升。

■ 推荐标的：建研集团

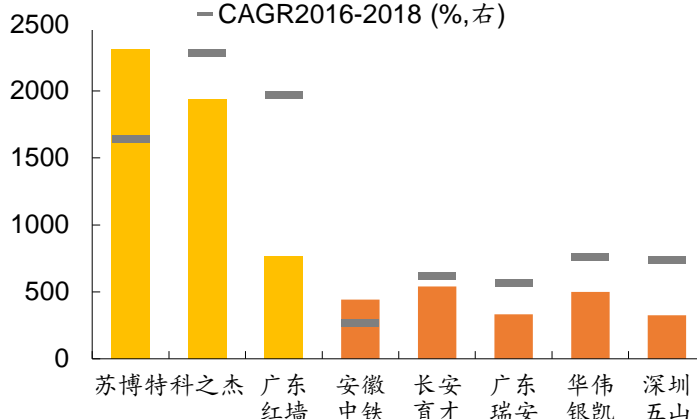
1) 公司积极扩充外加产能抢占市场份额，2019-2020年将新增产能57.5万吨（占18年产能的68.5%），预计19年外加剂业务业绩增长70%以上；

2) 公司检测业务跨领域跨区域并购持续，预计19年公司检测业务将增长20%左右。

预计2019年公司业绩增长50%以上，目前PE11倍。

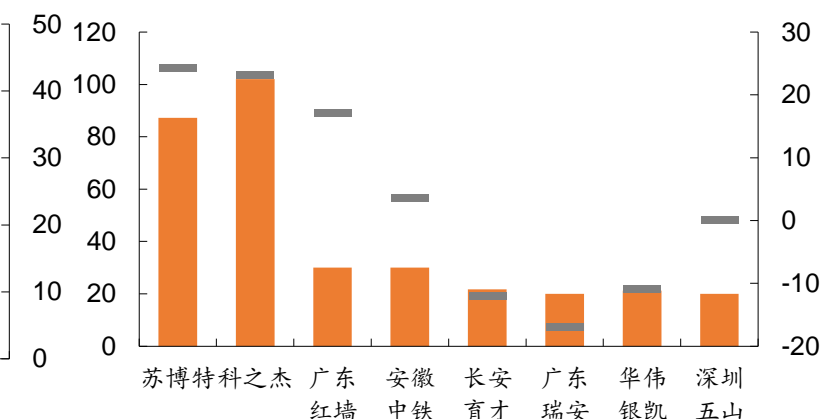
龙头减水剂企业增速显著高于同行

■ 2018年减水剂销售额(百万元)  
— CAGR2016-2018 (%右)



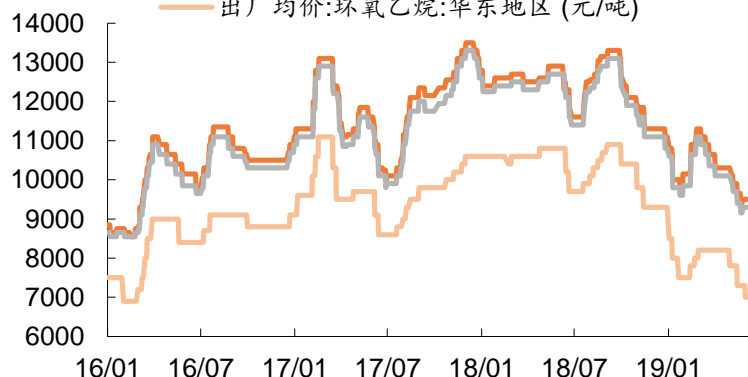
龙头企业减水剂产能增速显著高于同行

■ 2018减水剂总产能(万吨) — CAGR2016-2018 (%右)



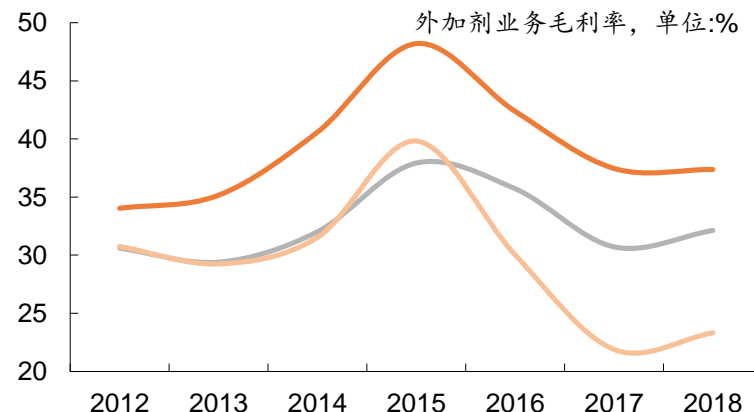
聚羧酸减水剂原材料价格持续下行

— 市场价:聚羧酸减水剂单体:TPEG:华东(元/吨)  
— 市场价:聚羧酸减水剂单体:HPEG:华东(元/吨)  
— 出厂均价:环氧乙烷:华东地区(元/吨)



龙头减水剂企业毛利率触底回升

— 苏博特 — 红墙股份 — 建研集团  
外加剂业务毛利率，单位: %

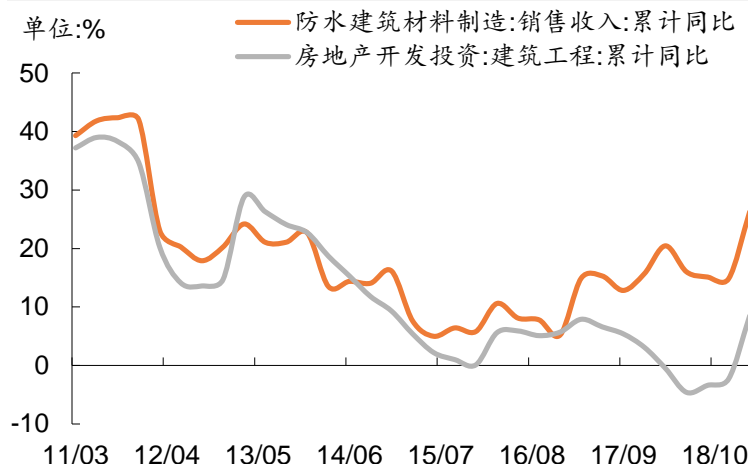


资料来源: Wind, 平安证券研究所

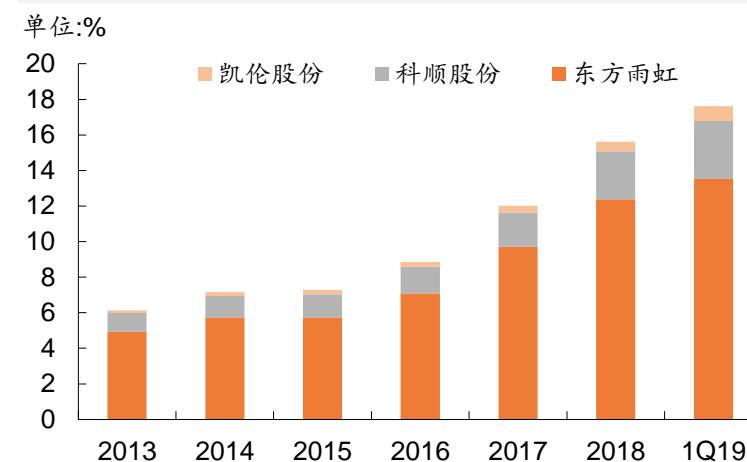
## 3.3 防水材料：龙头企业市占率持续提升，油价回落利好行业毛利率回升

- 受益于下游地产客户集中度提升以及环保资金等因素，东方雨虹等龙头防水材料公司继续扩建产能提升市占率。
- 由于原油价格回落，上游沥青等原材料价格下行，利好行业毛利率回升。
- 标的：东方雨虹

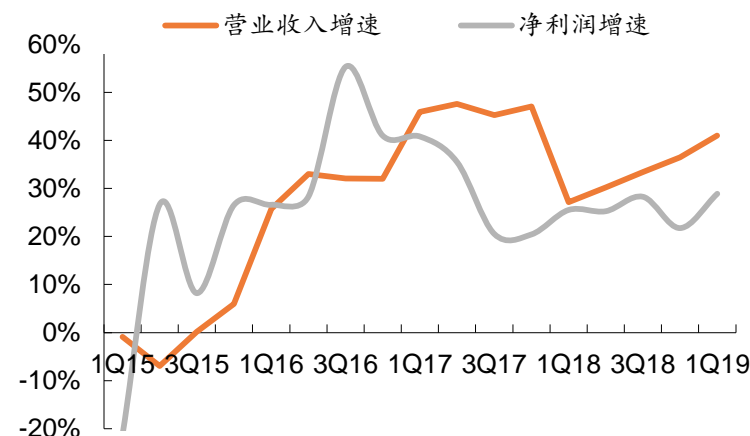
● 规上防水材料制造企业总收入快速增长



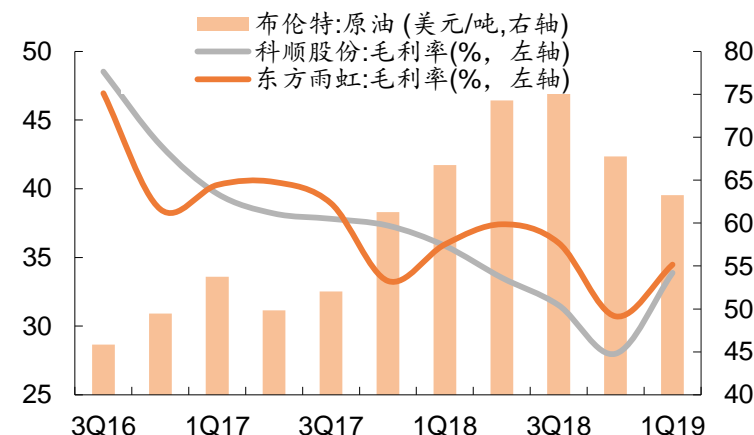
● 龙头企业占规上企业总收入比重持续提升



● 东方雨虹营业收入和净利润增速



● 油价回落利好防水材料企业毛利率回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 3.4 管材：2H19地产竣工面积将回升，PPR管材龙头增长稳健

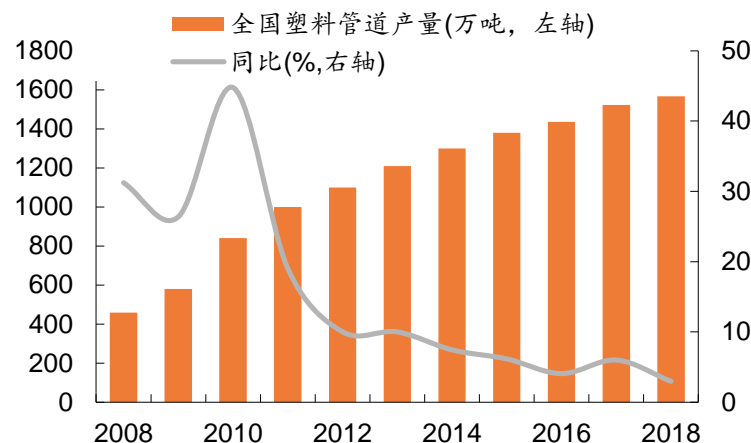
■ 预计19年塑料管道销量增速小幅放缓，龙头企业市占率继续提升。

■ 推荐标的：伟星新材

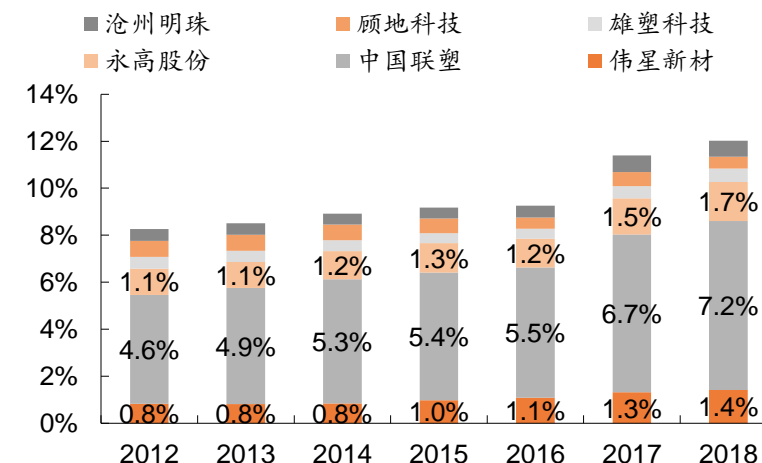
1) 2H19地产竣工面积将回升，公司零售渠道将保障PPR管材业务稳健增长；

2) 共享原有管材渠道，19年公司新业务防水涂料将开始放量。

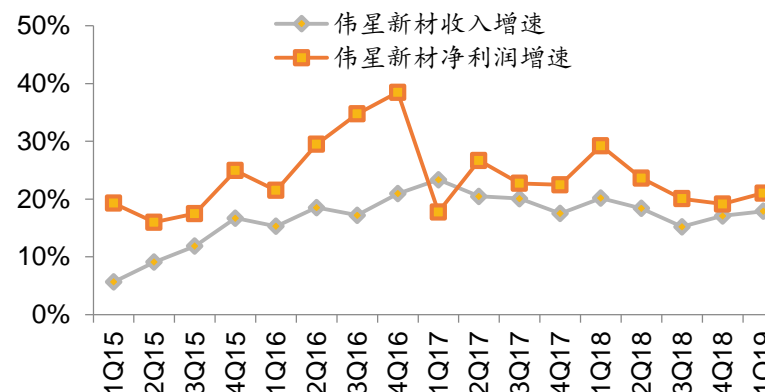
全国塑料管道销量增速放缓



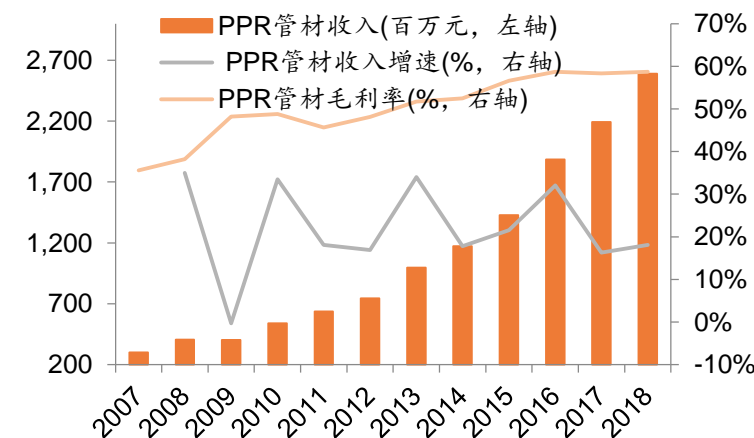
龙头企业占规上企业总收入比重持续提升



伟星新材收入与利润增速将保持稳健



伟星新材PPR管材收入增速与毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

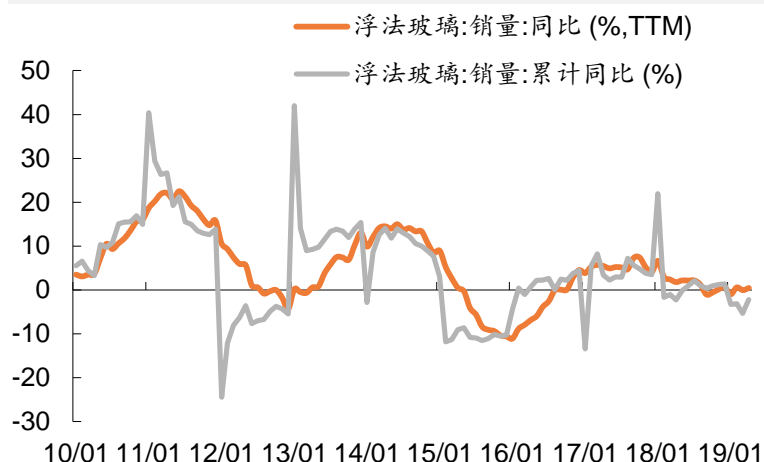
## 3.5 玻璃：冷修高峰临近将缓解供给压力，玻璃价格将小幅反弹

- 玻璃在产产能先增后降，2019年5月份同比下降0.86%，由于冷修高峰临近，预计2H19在产产能继续小幅缩减。
- 地产需求占玻璃下游需求70%，预计下半年传统旺季，玻璃需求将有所增长，玻璃价格将小幅上涨。
- 标的：旗滨集团

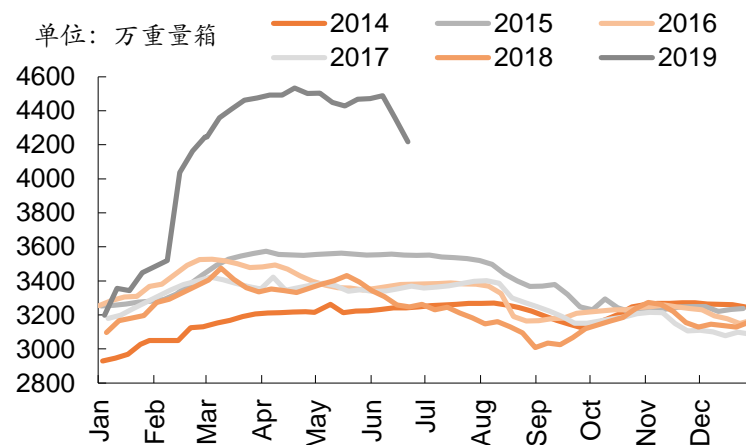
全国主要城市浮法玻璃价格持续下行



浮法玻璃销量增速低迷



2019年以来玻璃生产线库存冲高回落



浮法玻璃冷修产能快速增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

# 投资建议

- 展望2019年下半年，我们认为政策将以稳为主，基建投资增速将小幅上行，因1H19建筑企业总体上订单未出现明显好转，19年建筑企业业绩改善幅度有限，因此将建筑行业评级由“强于大市”下调为“中性”；2H19地产投资增速将小幅下行，在下游需求基本稳定的情况下，供给侧改革推进将加速淘汰小企业，建材产能收缩，行业集中度继续提升利好行业盈利改善，因此我们维持建材行业“强于大市”的评级。
- 个股建议关注两条主线：1) 受益于供给侧改革，市占率持续提升的低估值建材龙头，如建研集团（外加剂）、东方雨虹（防水材料）；2) 零售渠道保障业务稳健增长且分红率高的PPR管材龙头--伟星新材。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS				P/E				评级
		2019-6-28	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
建研集团	002398	6.42	0.36	0.55	0.68	0.82	17.8	11.7	9.4	7.8	强烈推荐
东方雨虹	002271	22.66	1.00	1.31	1.65	2.04	22.7	17.3	13.7	11.1	推荐
伟星新材	002373	17.10	0.54	0.86	0.99	1.13	31.7	19.9	17.3	15.1	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 风险提示

### ■ 因地方政府债务问题制约基建投资资金来源，基建投资回升幅度低于预期

2018 年以来受金融去杠杆和地方政府隐性债务清理影响，国内基础设施投资增速持续下滑，如果未来基建资金落实不到位，基建投资回升幅度低于预期，将影响建材公司需求。

### ■ 政府对房地产调控难以放松，房地产销售持续下滑致地产投资下行超预期

政府坚持“房住不炒”政策，若地产销售持续下滑，地产商销售回款放缓且融资受阻，地产投资下行超预期将影响建材企业需求。

### ■ 环保不及预期致建材小企业出清不达预期，龙头市占率提升受阻

若经济下行超预期，环保政策放松致小企业产能出清低于预期，行业供给过剩，建材价格下行致企业盈利下滑。

### ■ 原材料及能源价格低位大幅反弹致企业成本上升

由于建材产品的成本中原材料（矿石、化工品）以及能源（原油、煤炭等）等成本占比较高，如果未来上游原材料及能源价格大幅上涨，建材企业未能及时向下游传导成本，将导致公司盈利水平下滑，影响公司业绩增长。



## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）  
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）  
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）  
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）  
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。