

建筑材料

证券研究报告
2019年07月10日

关注需求主线，把握核心龙头

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

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

武浩翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com

侯星辰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

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

时奕 联系人
shiyi@tfzq.com

板块半年度涨幅居前，水泥板块表现更加优异

水泥板块的绝对收益主要受益于贯穿整个上半年的供给侧改革政策，水泥价格保持了高位运行，管材、玻璃、其他消费建材受地产竣工增速下滑拖累，玻纤受贸易战以及新增产能过快影响，均表现不如水泥。相比钢铁、煤炭板块，水泥的区域属性带来了结构性机会，高集中度也有利于价格的传导。2019年上半年建材板块平均EPS上升幅度十分明显，板块表现较好，水泥板块表现更优。

外需、消费整体边际趋弱，基建投资确定性较强

出口存在压力、消费需求改善需时日、地产政策改善预期逐步增强然而难以出现全面放松，在此情形下，基建投资增速回升是大概率事件，但客观而言，基建回暖的诸多动能仍将受到限制，尤其在地方政府去杠杆的大背景下，表外融资的回归表和项目投资规范性增加的大方向依然会延续，基建投资呈现边际改善的趋势。

水泥：以基建为主线，找出区域最优解

水泥板块将会呈现个股逻辑主导下的阶段性投资机会，推荐攻守兼备的龙头海螺水泥，受益京津冀交通建设、雄安新区建设及周边区域价格提升的冀东水泥，受益西北需求反弹的祁连山、天山股份、宁夏建材，受益湖北及西南需求弹性+蒙华铁路通车降低煤炭成本的华新水泥，关注上峰水泥、万年青、港股中国建材、华润水泥。

玻璃、玻璃纤维：关注重点公司的业绩拐点

玻璃板块建议关注旗滨集团，玻璃价格在今年2季度企稳，下半年价格有望提升，业绩可期；公司所处华东华南市场供需结构好于全国；公司深加工业务今年稳步推进，估值处于较低水平，建议关注。玻纤板块，我们预计2019年下半年玻纤价格将会筑底，具有成本、产品结构、产业链优势的龙头企业将持续巩固竞争优势。继续关注玻纤龙头中国巨石；同时关注玻纤及制品龙头中材科技、长海股份。

成长建材存在结构性机会

我们认为成长建材板块受到房地产需求边际趋弱的影响，整体经营情况将会阶段性承压，然而部分行业存在较为明显的内生性增长，值得重点关注。推荐防水行业龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居、涂料龙头三棵树，关注管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材。

风险提示：房地产需求出现大幅下降，地产企业回款不及预期，玻纤新增供给显著冲击价格，水泥需求大幅下滑，水泥价格大幅下跌。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:水泥中报业绩弹性与需求预期差兼备，消费建材赛道优质静待需求回升》 2019-07-06
- 《建筑材料-行业研究周报:淡季价格平稳，关注半年报业绩预期差》 2019-06-30
- 《建筑材料-行业研究周报:关注中报业绩预期差，持续提示基建主线》 2019-06-23

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600585.SH	海螺水泥	41.80	买入	5.63	6.06	6.13	6.18	7.42	6.90	6.82	6.76
000401.SZ	冀东水泥	19.17	增持	1.10	2.41	2.76	2.98	17.43	7.95	6.95	6.43
600176.SH	中国巨石	9.17	增持	0.68	0.73	0.85	0.96	13.49	12.56	10.79	9.55
002080.SZ	中材科技	9.18	买入	0.56	0.81	0.89	0.97	16.39	11.33	10.31	9.46
002271.SZ	东方雨虹	22.60	增持	1.01	1.28	1.53	1.84	22.38	17.66	14.77	12.28
000786.SZ	北新建材	18.20	买入	1.46	1.46	1.59	1.66	12.47	12.47	11.45	10.96
002372.SZ	伟星新材	16.66	持有	0.75	0.87	1.00	1.17	22.21	19.15	16.66	14.24
603737.SH	三棵树	44.48	买入	1.67	2.16	2.86	3.83	26.63	20.59	15.55	11.61

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

注：长海股份为建材、化工联合覆盖标的

内容目录

1. 复盘上半年，建材板块引领周期	6
1.1. 水泥及消费白马继续引领行业	6
1.2. EPS 向上，水泥基本面超预期	7
2. 当下仍需重视基建投资需求	8
2.1. 中美结构性纷争或将长期持续	8
2.2. 消费需求整体仍在筑底阶段	9
2.3. 基建仍是稳经济的重要政策工具	10
2.4. 地产政策改善预期逐步增强	14
2.5. 流动性、信用环境整体有所改善	15
3. 水泥：南北持续分化，周期“重”在弹性	17
3.1. 半年回顾：供需两端持续超预期	17
3.2. 需求：提估值关键因素，区域分化北增南稳	17
3.2.1. 华北：需求预期增强，受益周边涨价	18
3.2.2. 长三角：量价“求稳”，平滑波动	19
3.2.1. 西北：边际改善兑现，量价弹性向上	21
3.2.2. 华南：人口+财政决定长期需求，雨水压制看好后期量价反弹	21
3.3. 供给：环保常抓不懈，错峰成为常态化	21
3.4. 投资建议	22
4. 玻璃：下半年重点关注龙头基本面变化	24
4.1. 玻璃价格持续下跌，Q1 行业盈利整体下滑	24
4.2. 需求走弱，竣工起色仍需等待	25
4.3. 供给略有提升，库存压力较大	26
4.4. 纯碱价格趋于稳定	27
4.5. 投资建议	28
5. 玻璃纤维：行业的量价拐点临近	29
5.1. 19 年行业筑底，拐点渐近	29
5.2. 后续新增产能压力降低	29
5.3. 需求结构优化，长期增长可期	30
5.3.1. 风电需求好转	31
5.3.2. 汽车轻量化带动需求	32
5.3.3. PCB 稳步增长，电子纱用量提升	33
5.4. 投资建议	35
6. 成长建材存在结构性机会	35
6.1. 前后端需求的相对强弱有望发生转化	35
6.2. 防水行业：推荐东方雨虹，关注科顺股份	38
6.3. 瓷砖行业：关注帝欧家居	39
6.4. 建筑涂料：行业稳增，国产品牌崛起	40
6.5. 塑料管材：B 端逻辑关注收入增速，存量博弈考验企业本质	41
6.6. 石膏板：关注北新建材	42

图表目录

图 1: 2019 年上半年建材行业与大盘比较 (%)	6
图 2: 建筑材料在 28 个申万一级行业板块中, 相对收益靠前 (%)	6
图 3: 2019H1 建材行业子板块区间涨跌幅 (%)	6
图 4: 水泥子板块与其他行业二级板块相比 (%)	6
图 5: 2019 上半年板块股票绝对收益情况	7
图 6: 建材行业平均 EPS (元)	7
图 7: 子板块平均 EPS (元)	7
图 8: 2016 年初至今上证、深证、申万建材指数走势	7
图 9: 美国、中国、日本出口金额占全球出口总额的比重变化	9
图 10: 中国出口金额整体维持较快增长 (%)	9
图 11: 中国对美国和对其他国家的贸易差额	9
图 12: 全国消费品零售额及其增速 (%)	10
图 13: 百家大型企业零售额月度增速 (%)	10
图 14: GDP 同比、基建投资增速同比以及基建周期	10
图 15: 社零同比和社融同比 (%)	10
图 16: M2 同比及 M1 同比 (%)	10
图 17: 基建投资累计同比 (%)	11
图 18: 固定资产投资累计同比 (%)	11
图 19: 全国政府性基金收入累计同比 (%)	11
图 20: 地方财政收入及同比 (%)	11
图 21: 地方政府土地出让收入及累计同比 (%)	12
图 22: 园林公司经营性现金流吃紧 (单位: 亿元)	12
图 23: 2019Q1 八大建筑央企资产负债率 (单位: %)	12
图 24: 全国高标水泥价格 (元/吨)	12
图 25: 螺纹钢价格指数	12
图 26: 中央和地方固定资产投资累计值及中央占比 (单位: 亿元)	13
图 27: 国家铁路投资完成情况 (单位: 亿元)	13
图 28: 2005-2018 铁路营业里程及增速与规划的比较 (单位: 万公里)	13
图 29: 高速铁路投产新线投资额及占比 (单位: 亿元)	14
图 30: 万科 A 近五年及 2019Q1 收入和净利润增速	14
图 31: 保利地产近五年及 2019Q1 收入和净利润增速	14
图 32: 商品房销售面积增速: 累计同比和单月同比	15
图 33: 商品房销售额: 累计同比和单月同比	15
图 34: 2018 年 4 次降准政策梳理	15
图 35: 社会融资规模边际改善 (亿元)	16
图 36: 新增人民币贷款 (亿元) 有所恢复, M2 增速企稳 (%)	16
图 37: 全国固定资产投资累计完成额及同比增速 (万亿)	17
图 38: 全国房地产开发投资累计完成额及增速 (亿元) (%)	17

图 39: 全国水泥累计产量同比 (%)	17
图 40: 全国水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)	17
图 41: 河北水泥价格当天值 (元/吨)	18
图 42: 河北水泥库容比 (%)	18
图 43: 青海、甘肃、新疆区域水泥价格变化 (元/吨)	21
图 44: 2002-2018 年全国新增熟料产能 (万吨)	22
图 45: 平板玻璃产量及其同比变化	24
图 46: 全国房地产开发投资累计完成额及增速	24
图 47: 白玻价格	24
图 48: 浮法玻璃库存	24
图 49: 平板玻璃产量、房地产开发投资完成额、房屋竣工面积累计同比	25
图 50: 我国汽车当月产量及同比	26
图 51: 我国汽车累计产量及同比	26
图 52: 今年以来玻璃均价	27
图 53: 今年以来企业库存及同比	27
图 54: 全国纯碱价格走势 (元/吨)	28
图 55: 全国玻纤均价	29
图 56: 全球玻纤需求结构	30
图 57: 玻纤需求结构	30
图 58: 中国玻纤产量 (万吨) 及增速	31
图 59: 每年新增风电装机量 (千万瓦时)	31
图 60: 累计风电装机量 (千万瓦时)	31
图 61: 风电弃风率	32
图 62: 风力发电设备平均利用小时数及同比	32
图 63: 全球新风装机容量及同比	32
图 64: 欧洲海上风电机组数 (个)	32
图 65: 玻璃钢产量及其增速	33
图 66: 热塑占比不断提升	33
图 67: 我国汽车销量及同比	33
图 68: 我国新能源汽车产量及同比	33
图 69: 玻纤纱产业链	33
图 70: 全球 PCB 产值及同比	34
图 71: 我国 PCB 产值及同比	34
图 72: PCB 下游子行业增速预计	34
图 73: 地产施工周期所需建材及其相关标的	35
图 74: 房屋新开工、施工竣工面积累计增速 (%)	35
图 75: 商品房销售面积增速: 累计同比和单月同比 (%)	36
图 76: 房屋施工面积和竣工面积同比 (%)	36
图 77: 土地购置费累计同比与房屋新开工面积累计同比 (%)	36
图 78: 雨虹、科顺、凯伦近六个季度单季度营收同比 (%)	37
图 79: 防水行业规模以上企业数量 (个)	37

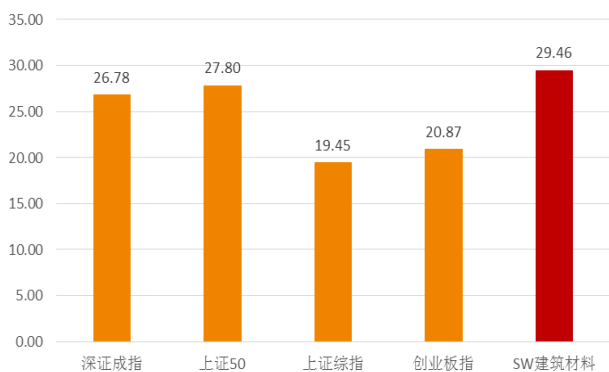
图 80: 三棵树近六个季度单季度营收同比	37
图 81: 亚士创能六个季度单季度营收同比	37
图 82: 水利、环境和公共设施业固投完成额及占比	38
图 83: 中国联塑近六个半年度营收及同比	38
图 84: 东方雨虹单季度毛利率与沥青价格	38
图 85: 科顺股份单季度毛利率与沥青价格	38
图 86: 华东地区重交沥青价格变动情况 (元/吨)	38
图 87: 前 100%房企市销售额占率不断提升	39
图 88: 主要地产商全装修比重 (%)	39
图 89: 2013 以来公司营收及同比	40
图 90: 2013 以来公司归母净利及同比	40
图 91: 建筑涂料产量及增速	40
图 92: 公司 2013-18 年营收及同比情况	41
图 93: 公司 2013-18 年归母净利及同比情况	41
图 94: 伟星新材提供全国试压服务	42
图 95: 伟星新材星管家服务树立品牌形象	42
图 96: 石膏板月度累计产量同比增速 (%)	42
图 97: 石膏板年度累计产量同比增速 (%)	42
图 98: 石膏板产量累计增速与房屋竣工面积累计增速对比 (%)	43
图 99: 龙头企业石膏板销量同比与房屋竣工面积累计增速对比 (%)	43
表 1: 地方政府债务、水泥产量、社融数据变化	8
表 2: 华北地区单月、累计水泥产量表现	18
表 3: 京津冀协同发展交通一体化项目进展投资情况	19
表 4: 雄安新区成立五年固定资产投资对标	19
表 5: 浙江地区 2019 年预计开工/完工铁路、公路、机场项目 (部分)	20
表 6: 2019Q1 玻璃行业上市公司收入、归母净利、毛利率、净利率	24
表 7: 2019 年玻璃行业供给政策	26
表 8: 2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况	27
表 9: 2019Q1 玻纤行业上市公司收入、归母净利、毛利率、净利率	29
表 10: 2018 年玻纤产能 (万吨) 投产情况	30
表 11: 预计 2019 年玻纤产能变动情况	30
表 12: 轻质化材料减重效果与价格比较	32
表 13: 北新建材在建/拟建项目整理 (部分)	43

1. 复盘上半年，建材板块引领周期

1.1. 水泥及消费白马继续引领行业

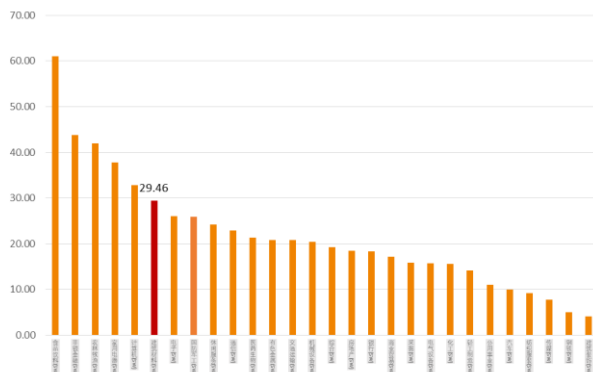
申万行业中建材股相对表现靠前。年初至2019年6月末，SW建筑材料上涨29.46%，跑赢上证综指（19.45%）、上证50（27.80%）、创业板指（20.87%）、深证成指（26.78%）。建材板块在28个申万子行业中，表现靠前，跑赢有色金属（20.85%）、房地产（18.48%）、钢铁（5.04%）、建筑板块（4.16%）。

图 1：2019 年上半年建材行业与大盘比较（%）



资料来源：wind，天风证券研究所（截至11月20日）

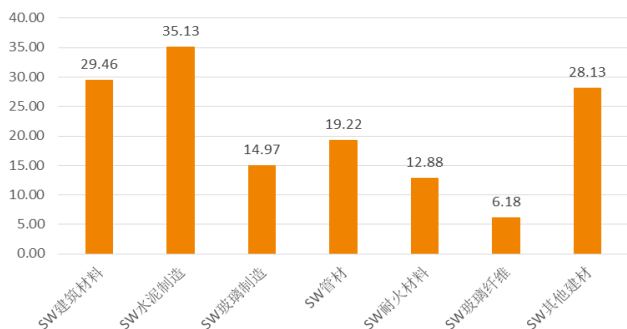
图 2：建筑材料在 28 个申万一级行业板块中，相对收益靠前（%）



资料来源：wind，天风证券研究所（截至11月20日）

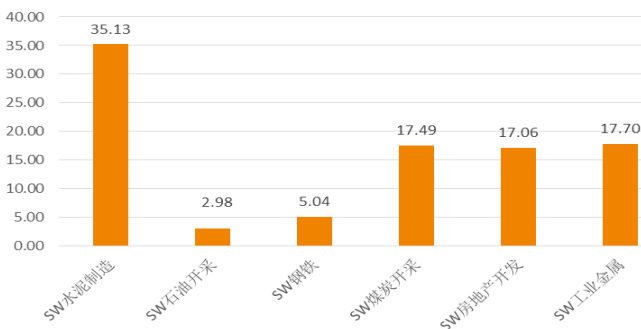
供给侧及环保常态化逻辑贯穿上半年，水泥子板块继续引领行业。截至6月末水泥指数实现涨幅35.13%，其余子板块中耐材（12.88%）、管材（19.22%）、玻璃制造（14.97%）、玻璃纤维（6.18%）。水泥业同时跑赢其他周期行业二级板块：石油开采（2.98%）、钢铁（5.04%）、煤炭开采（17.49%）、房地产（17.06%）、工业金属（17.7%）。水泥板块的绝对收益主要受益于贯穿整个上半年的供给侧改革政策，包括了小产线清理、夏秋季和冬季错峰等政策，在供给侧持续收缩预期下，水泥价格保持了高位运行，管材、玻璃、其他消费建材受地产竣工增速下滑拖累，玻纤受贸易战以及新增产能过快影响，均表现不如水泥。相比钢铁、煤炭板块，水泥的区域属性带来了结构性机会，高集中度也有利于价格的传导。

图 3：2019H1 建材行业子板块区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至6月28日）

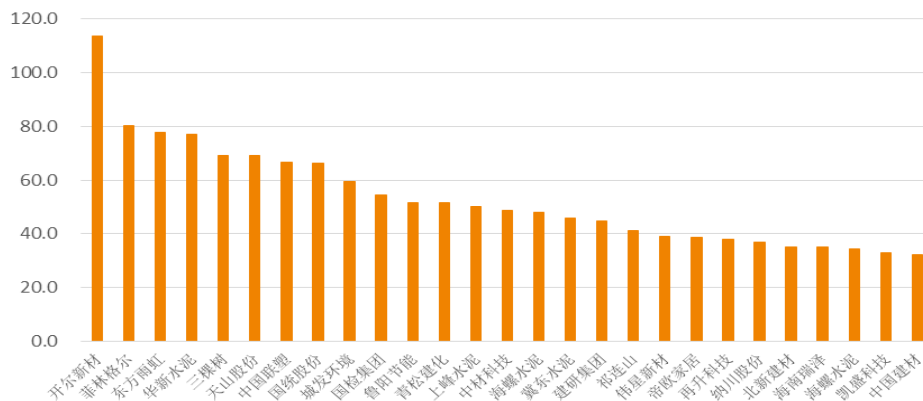
图 4：水泥子板块与其他行业二级板块相比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至6月28日）

从个股方面来看，建材股中有 27 支股票跑赢行业：涨幅领先的有开尔新材（113.6%）、菲林格尔（80.4%）、东方雨虹（77.6%）、华新水泥（77.1%）、三棵树（69.3%）、天山股份（69.3%）、中国联塑（66.7%），可以看出上半年涨幅领先的股票主要集中在消费建材跟水泥两个板块。

图 5：2019 上半年板块股票绝对收益情况

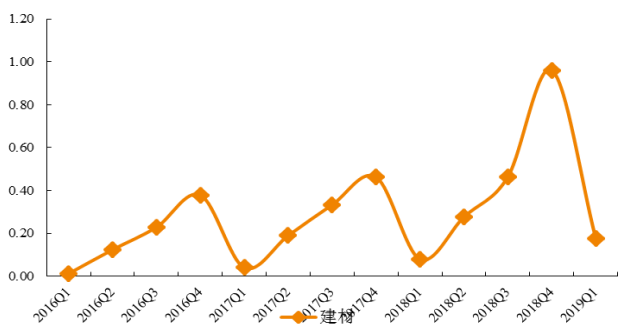


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. EPS 向上，水泥基本面超预期

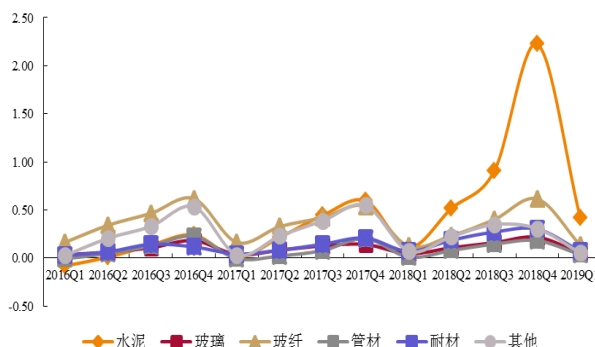
从基本面来看，2019 年 Q1 建材板块平均 EPS 有所提升，其中水泥板块 EPS 持续提升，2019Q1 水泥子板块 EPS 为 0.42 元，18、17、16 年同期分别为 -0.08 元、0.01 元、0.11 元，业绩提升明显。以行业龙头海螺水泥为例：2019 年上半年海螺水泥涨幅 47.9%，跑赢建材行业（29.46%）及水泥板块（35.13%）。

图 6：建材行业平均 EPS（元）



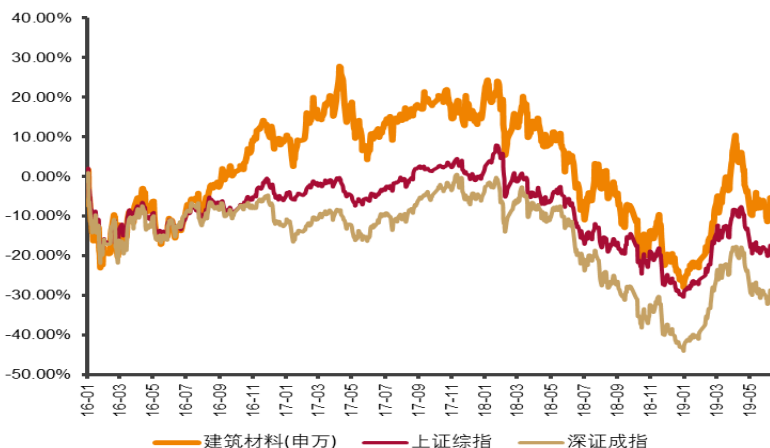
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：子板块平均 EPS（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2016 年初至今上证、深证、申万建材指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

今年上半年水泥价格指数 149.8，今年上半年同期为 139.8，同比提升 10 个点，1 至 5 月全国水泥产量同比增长 7.1%，水泥基本面呈现为量价齐升。我们认为主要原因为：环保常态化控制供给、社融高增、地方债提前发行等措施保障需求。

我们认为，大气污染防治、环保督查、环保“回头看”、“蓝天保卫战”、臭氧层保护、长江水质治理等并非阶段性任务，绿水青山轻易可逆的自然属性决定环保常态化，利用制度化手段背后是对环保常态化的默认。上到中央下到地方政府，多项文件或举措中早已为供给侧力度持续优化提供保障。

2019 年 1 到 5 月地方债发行累计额度为 19376 亿元，同比去年增加 10610 亿元，社会融资规模增量为 109579 亿元，同比去年增加 23765 亿元，社融高增、地方债提前发行等措施保障水泥行业需求。

表 1：地方政府债务、水泥产量、社融数据变化

频率	地方政府债券发行额:累计值(亿) 月	产量:水泥:累计同比(亿) 月	社会融资规模增量:累计值(亿) 月
2018-01			30,793
2018-02		4.10	42,687
2018-03	2,195	-4.50	58,551
2018-04	5,213	-1.90	76,296
2018-05	8,766	-0.80	85,814
2018-06	14,109	-0.60	100,722
2018-07	21,679	-0.30	112,945
2018-08	30,508	0.50	132,336
2018-09	37,994	1.00	153,749
2018-10	40,554	2.60	161,169
2018-11	41,014	2.30	176,408
2018-12	41,652	3.00	192,584
2019-01	4,180		46,026
2019-02	7,821	0.50	53,127
2019-03	14,067	9.40	81,773
2019-04	16,333	7.30	95,627
2019-05	19,376	7.10	109,579

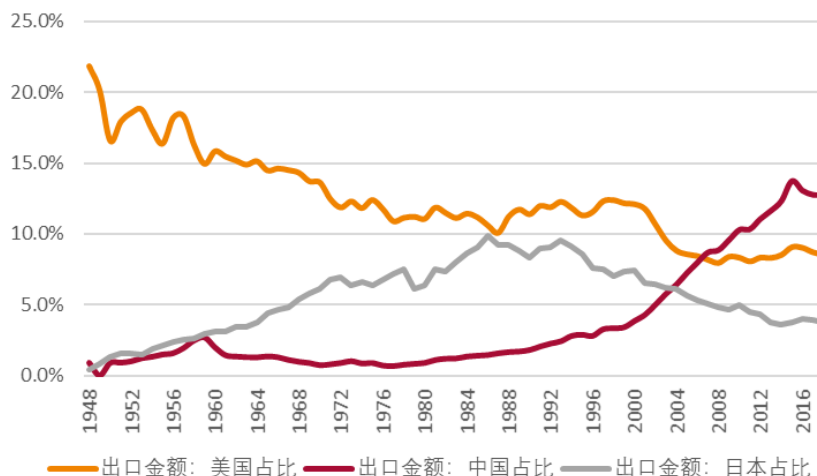
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 当下仍需重视基建投资需求

2.1. 中美结构性纷争或将长期持续

中美两国在 2018 年春季的经贸摩擦迅速升级，超出市场预期，此后贸易摩擦几经周折，成为影响投资者情绪和资本市场表现的重要变量，进入 2019 年二季度，贸易摩擦再度成为市场关注焦点，贸易争端涉及到的领域和采取的限制手段更加多样，整体而言，对于中国而言，美国对华贸易政策的强硬对于我国的外部发展环境带来了较大的不确定性，从资本市场角度而言，对于经贸摩擦的起伏波动和长期存续基本上已经形成一致预期。从经贸关系来看，中国作为美国的顺差国，如果美国提高对中国产品的进口关税，会对中国向美国的出口产生不利影响，同时，伴随中国部分反制措施的推行，中国对美国的进口也将出现减少。

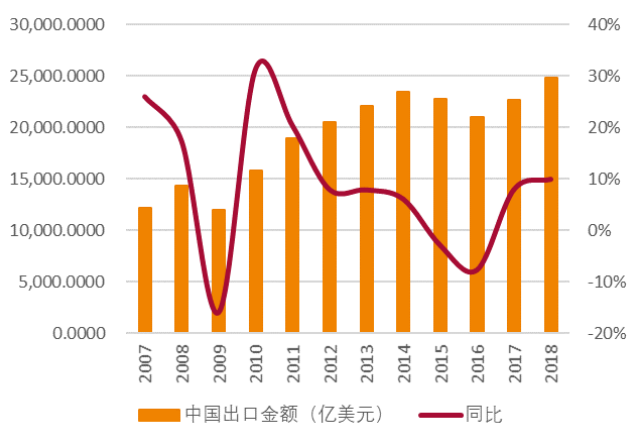
图 9：美国、中国、日本出口金额占全球出口总额的比重变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

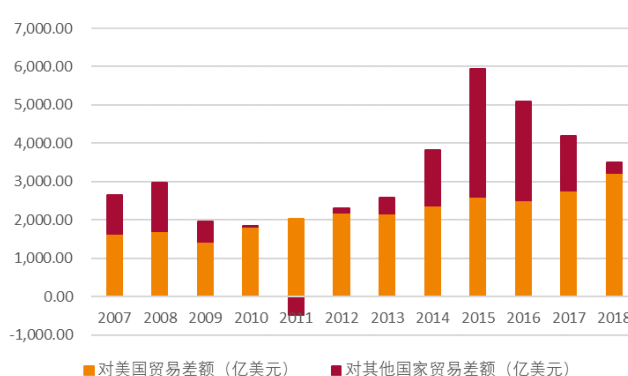
中国的出口金额整体维持较快增长，在对外经贸关系中维持着稳定的贸易顺差，其中对美国的贸易顺差占据主导地位。可以想见，中美贸易摩擦的升级将会直接减少对美国的顺差规模，降低对美进出口规模，对中国的外部需求或将产生压力。

图 10：中国出口金额整体维持较快增长 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：中国对美国和对其他国家的贸易差额



资料来源：Wind，天风证券研究所

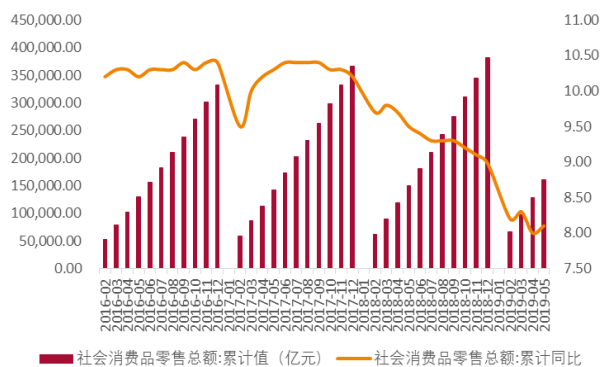
6月29日，G20大阪峰会中美元首会晤后，双方同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。两国经贸团队将就具体问题进行讨论。中美关系暂时缓和，整体未来仍具有不确定性。

整体而言，内需拉动的经济增长对于2019年的宏观经济的企稳将会更加重要。

2.2. 消费需求整体仍在筑底阶段

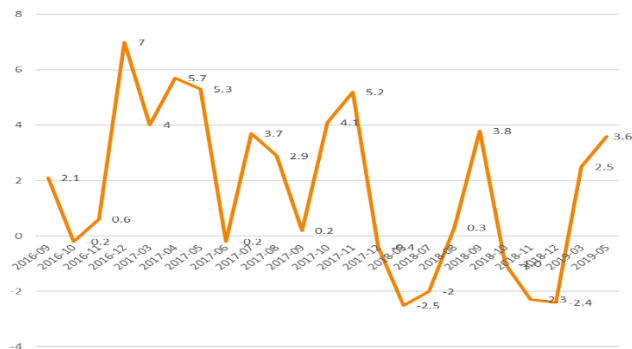
消费环境偏弱，内需增速持续下滑，处于筑底阶段。2018年以来，全国社会消费品零售总额增速处于持续下滑中，并延续至2019年，据统计，2019年1-5月全国社零总额累计增速为8.1%，较2018年1-5月增速下降1.4个百分点。主要由于我国消费环境相对偏弱，年初以来消费驱动力有所弱化，剔除假期错配影响，二季度至今社零增速整体呈现边际趋弱的阶段，预计下半年在低基数效应下有望逐渐回升。

图 12：全国消费品零售额及其增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：百家大型企业零售额月度增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 基建仍是稳经济的重要政策工具

基建投资在中国的现代化、城市化进程中扮演者不可忽视的角色，基础设施的改善对经济社会的发展具有积极意义。2008 年的全球金融危机之后，面对内外部严重不利形势挑战，基建投资的刺激作为稳定经济增长的重要手段加以推出，对经济压力起到了有力的对冲作用，此后基建投资历经波澜起伏，成为国内经济稳增长的重要推动力。

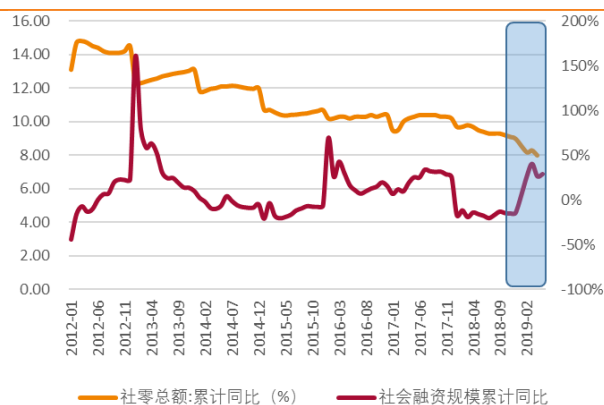
图 14：GDP 同比、基建投资增速同比以及基建周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

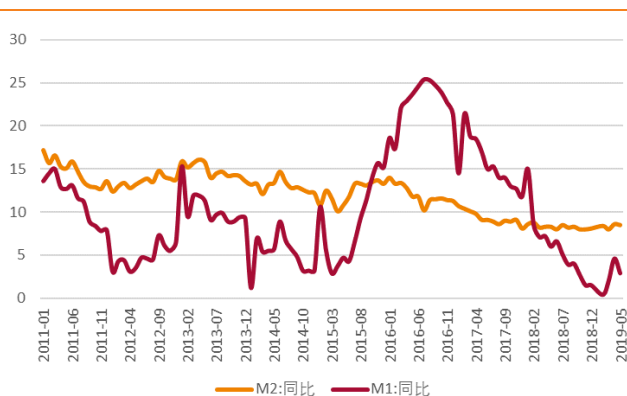
从 2008 年之后的基建投资增速数据来看，中国的基建投资经历了 3 轮较为完整的周期，如上图绿色方框所示，三轮周期的大致时段分别为 2008Q2-2012Q1、2012Q2-2015Q4、2016Q1-2018Q3。从每一轮基建周期启动的触发因素来看，每一轮的表现背景各有特点，但是从经济增速的数据来看，“稳增长”的特性十分明显，根据上图中蓝色方框的数据，基建投资的启动时点均在国内经济增长下行压力较大的时期。

图 15：社零同比和社融同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

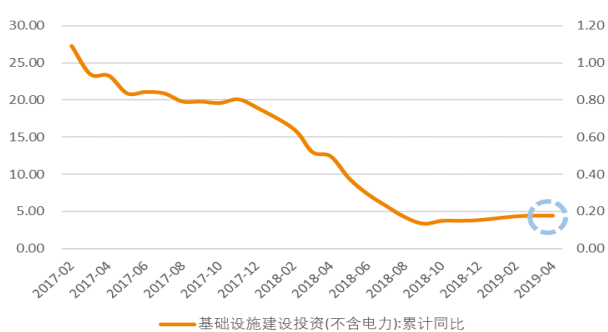
图 16：M2 同比及 M1 同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

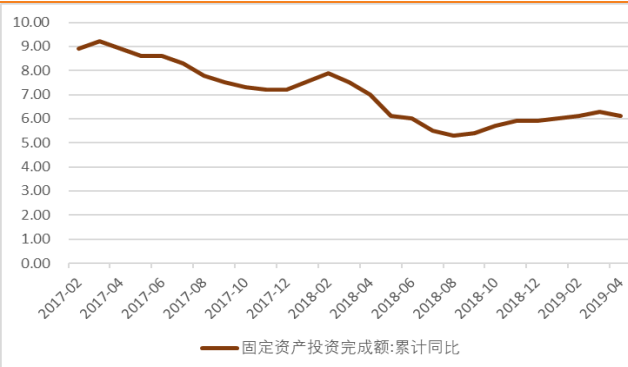
中央政治局 2018 年 7 月 31 日召开会议,提出“加大基建补短板”、“实施好乡村振兴战略”和“‘一带一路’向纵深发展”等战略。从国常会到中央政治局会议再次明确更积极的财政政策,基建预期开始改善,10 月 31 日国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》,有望加速基建落地的进度。从实际效果而言,基建投资数据已经开始从 2018 年 Q4 改善,基建累计增速已从 2018 年 9 月的同增 3.3%触底反弹,2019 年至今维持在 4%左右的同比增速。在去杠杆、防控地方债务风险的大背景下,本轮基建投资的反弹力度相对较弱。2019 年 6 月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《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》,在当前经济运行面临局部下行压力,外部环境充满不确定的环境下,专项债发挥重要作用有助于增加有效投资,稳定宏观经济预期。

图 17: 基建投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 固定资产投资累计同比 (%)

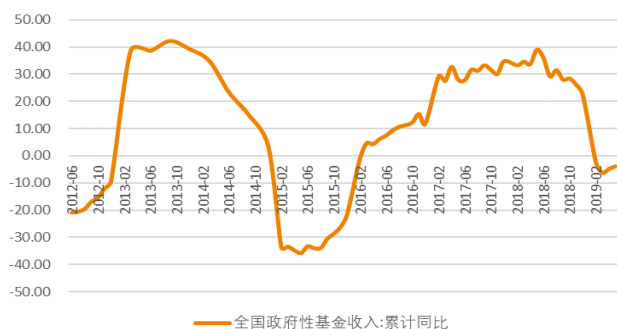


资料来源: Wind, 天风证券研究所

虽然我们认为是 2019 年基建投资力度仍将维持温和回升,但是客观而言,基建回暖的诸多动能仍将受到限制,尤其在地方政府去杠杆的大背景下,表外融资的回归表内和项目投资的规范性增加的大方向依然不会改变,基建投资的大幅改善难以出现。

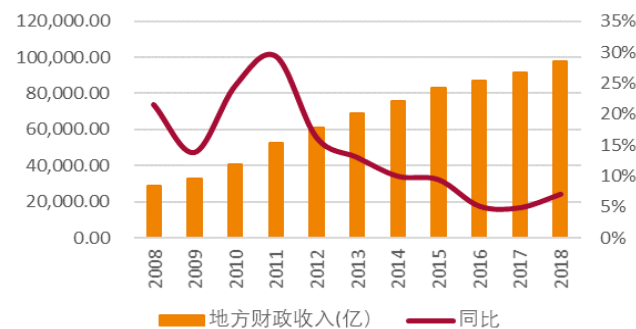
资金角度而言,预算内资金、国内贷款等表内资金在基建资金中的重要性将进一步提升。然而目前公共财政收入整体承压,全国政府性基金收入累计同比增速整体有所下滑,地方财政收入整体增速也在放缓,地方财政收入中的土地出让收入未来仍有继续下行的压力。城投平台、非标资金处于持续萎缩的状态。PPP 项目的资本金主要依靠企业自有资金和政府出资,撬动银行贷款规模较大,民营企业资金紧张,扩规模能力和意愿均有限。

图 19: 全国政府性基金收入累计同比 (%)



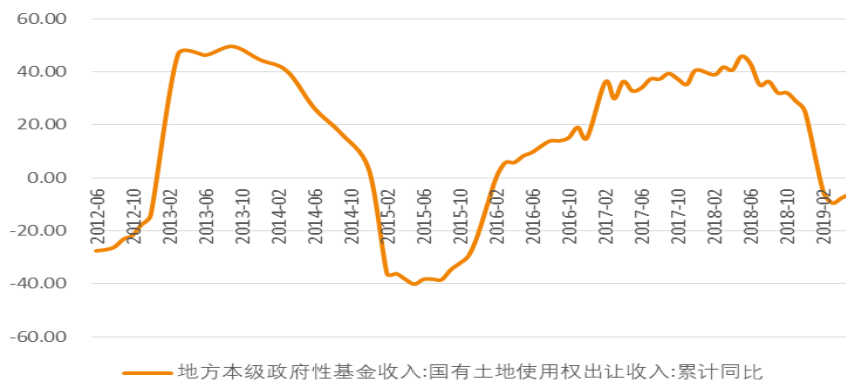
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 地方财政收入及同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21：地方政府土地出让收入及累计同比 (%)

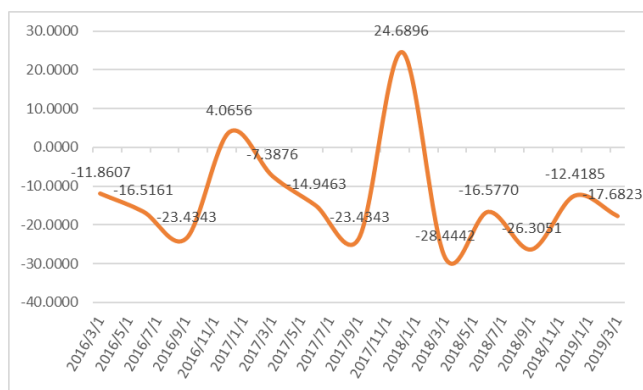


资料来源：wind，天风证券研究所

从资金来源看，经济下行对财政收入的压力客观存在，非标去化、资金归表的趋势短期不会改变，专项债、一般债务发行的规模的增加对基建的部分资金来源提供增量。

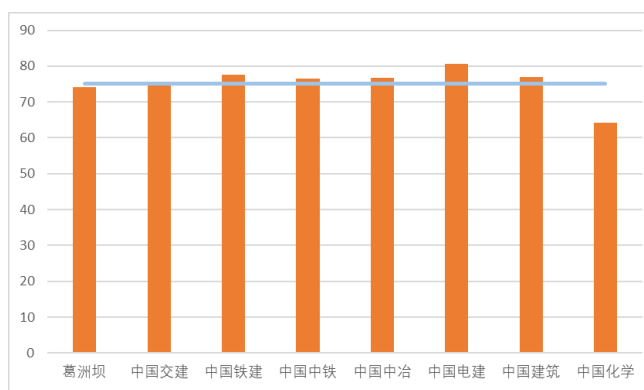
从基建项目落地施工的基建建设主体来看，可以简单划分为民营企业和国企央企。民企中以园林企业为例，整体现金流吃紧，基建产能释放受限；作为潜在基建产能供应主题的建筑央企也有负债压力，如下图所示，截止 2019 年 Q1，八大建筑央企的平均资产负债率为 75.19%，整体处于高位，考虑到国资委对央企的资产负债率等指标进行考核，整体基建主体的产能投放受到限制。

图 22：园林公司经营性现金流吃紧 (单位：亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：2019Q1 八大建筑央企资产负债率 (单位：%)



资料来源：wind，天风证券研究所

从基建成本的角度而言，目前建筑原材料价格处于高位，水泥价格和行业盈利依然在景气高位，螺纹钢的价格和相关钢铁企业的盈利也整体较好，较高的原材料成本也会推高建筑企业进行基建项目的成本压力。

图 24：全国高标水泥价格 (元/吨)



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 25：螺纹钢价格指数

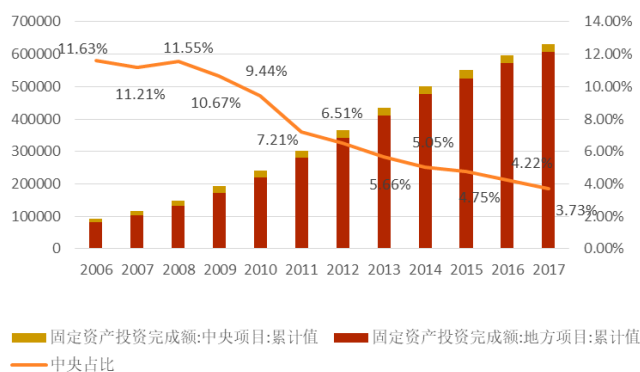


资料来源：Wind，天风证券研究所

整体而言，基建的扩张虽有预期但是实际的落地和执行仍然面临着多方面的约束，我们认为 2019 年基建的投资情况将会呈现结构性、区域性特征，结构性特征主要体现为政府主导的基建项目，比如铁路、农村、市政工程领域的基建投资，区域性的特征主要是体现在地方政府财力较强或中央财政支持力度较大的区域，如珠三角、京津冀、长三角地区。

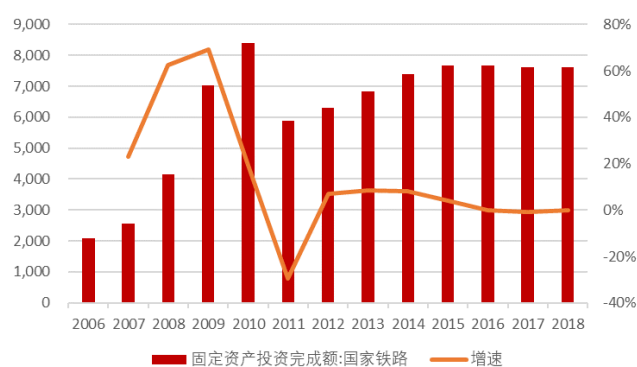
以铁路投资为例，在去杠杆、降风险的大环境下，中央直接投资主导的铁路投资更有可能首先获益，得到更多的政策和资金支持。2018 年，国家铁路投资完成额 7603 亿元，与 2017 年持平。截止 2019 年 5 月，铁路固定资产投资显著增加，累计增速为 12.6%，较 2018 年同期-8.4%大幅增加，预计下半年依然会成为基建投资的重要发力点。

图 26：中央和地方固定资产投资累计值及中央占比（单位：亿元）



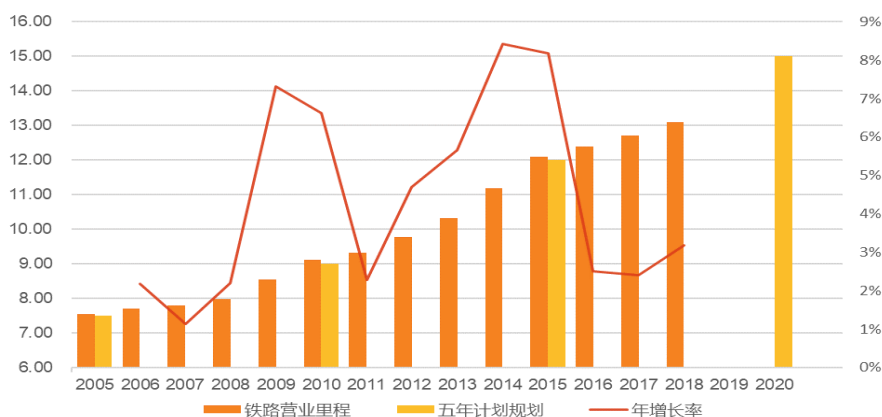
资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：国家铁路投资完成情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：2005-2018 铁路营业里程及增速与规划的比较（单位：万公里）



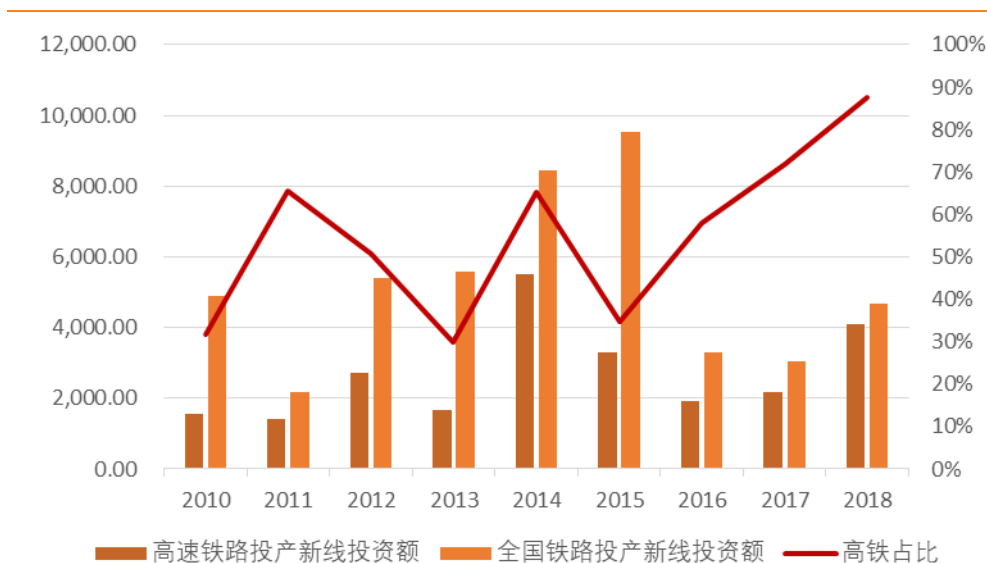
资料来源：wind，天风证券研究所

从历史经验上看，铁路建设五年规划执行力度较强，常常圆满甚至超出完成。截至 2018 年底，我国铁路营业里程刚刚达到 13.1 万公里，据 2020 年规划目标还差 1.9 万公里，加速投资势在必行。从小周期来讲，五年规划后期铁路新投入运营力度普遍加大，营运里程增长率从 2%-4% 飙升至 6%-8%。2016-2018 年铁路营业里程年增长率仅为 3% 左右，我们可以合理推测 19、20 年将加大建设力度，争取完成十三五规划，按照目标预期投资增速应该达到 7% 左右的水平。我们预计 2019 年铁路投资仍将有较大增长。

目前，我国铁路规划建设仍有进一步的潜力。一方面，高速铁路新增投资额占铁路总投资 2018 年已升至 88%。铁路十三五规划要求高速铁路 3 万公里，《中长期铁路规划》中要求在全面贯通“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上，推进“八纵八横”主通道建设，构建便捷、高效的高速铁路网络。截至 2018 年，“四纵四横”高铁网已经基本建成运营，“八纵八横”仍有较大建设空间。考虑到区位地理及经济效益处于铁路网的优先级，部分高铁可能适度加快建设，特别是兰（西）广通道、沿海通道和京港通道，以及以西安为核心的“米”字形高铁网等区段。它们处于重要枢纽节点，对于沟通重要城市群、缩小区域经济

差异意义重大。

图 29：高速铁路投产新线投资额及占比（单位：亿元）

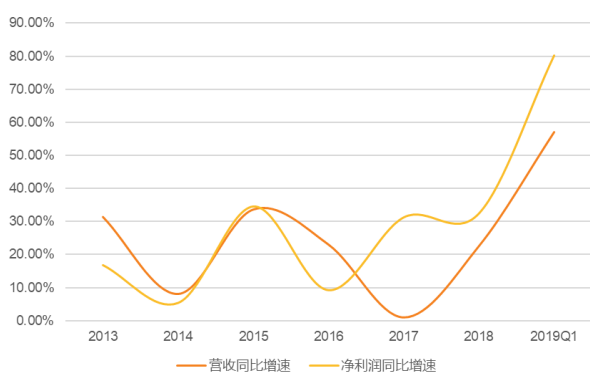


资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 地产政策改善预期逐步增强

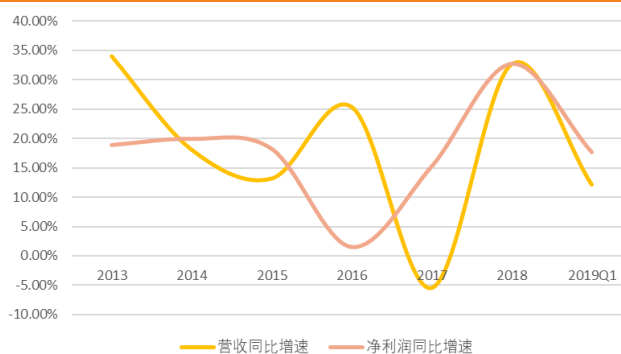
随着 2016-2017 年房地产企业高峰期的销售陆续进入结算期，地产公司进入业绩兑现的时期，营收和净利润实现较快增长。观察 A 股龙头房企的经营业绩以万科 A 和保利地产为例，2019 年 Q1 收入和利润业绩靓丽。预计 2019 年房地产企业整体业绩情况不会出现显著下降，或仍将维持较好水平。

图 30：万科 A 近五年及 2019Q1 收入和净利润增速



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

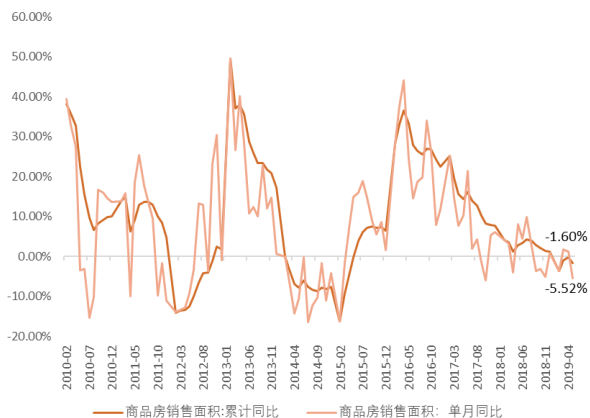
图 31：保利地产近五年及 2019Q1 收入和净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

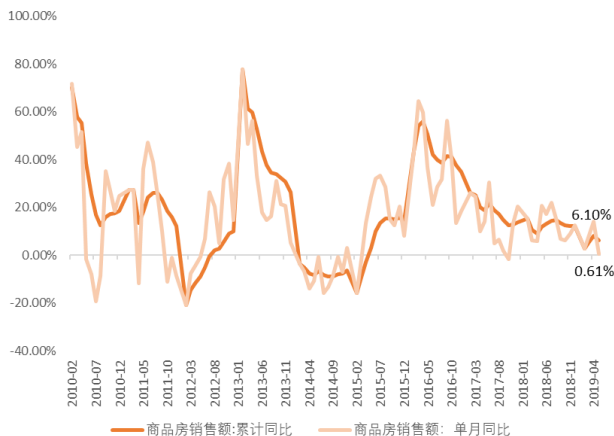
从月度的商品房销售数据来看，截止 2019 年 5 月，销售面积累计增速为 -1.6%，处于下行通道，商品房销售金额累计同比仍有 6.1% 的增速。整体而言，商品房销售端的数据整体而言来看有所降低但维持韧性，下半年仍存在一定压力。

图 32：商品房销售面积增速：累计同比和单月同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：商品房销售额：累计同比和单月同比



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为国家统计局数据和城市高频数据均显示新房销售有趋冷的迹象，伴随宏观经济和房地产行业数据的下滑，政策宽松预期不断强化，但我们认为短期内房地产调控政策大面积放松的可能性较小，可能在部分领域的执行尺度上会有所变化。

如果站在当前时点观察房地产行业对应的建材需求，2019 年下半年的房地产行业的建材需求整体偏负面。一方面，从月度数据观察，即便 2019 年至今地产需求等数据相对好于预期，但是地产需求趋弱的态势难以有根本改变；另一方面，即使出现房地产部分领域执行尺度的边际放松，从政策放松传导到地产实体运营改善再传导到地产相关的建材需求存在一定时间滞后。

2.5. 流动性、信用环境整体有所改善

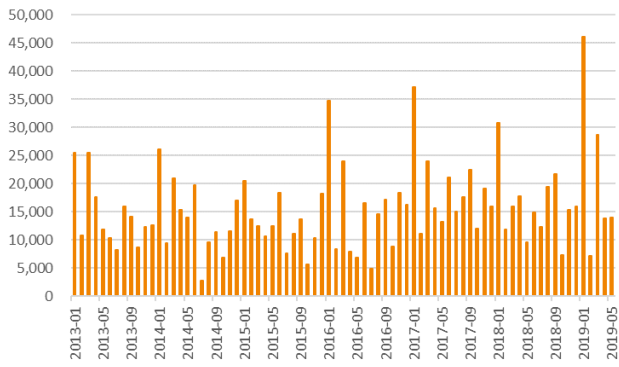
宽货币稳信用，流动性环境整体有所改善。1) 银行体系货币较为宽松，2018 年，央行分别在 1 月、4 月和 7 月、10 月实施了 4 次降准操作，目的分别是支持普惠金融、置换商业银行中期借贷便利、支持债转股和小微企业融资、增强金融服务实体经济的能力，据估计 4 次降准向商业银行释放流动性约 2.15 万亿；进入 2019 年 1 月，央行再次降准，置换部分中期借贷便利，并加大对小微企业、民营企业支持力度；2) 另一方面实体经济融资紧张，M2 以及人民币贷款增速有所恢复，社融规模出现改善，流动性边际改善。2019 年 5 月末广义货币(M2)同比增长 8.5%，环比持平、同比提升 0.9 个百分点。人民币贷款增速、社融规模出现改善，2019 年 5 月人民币贷款增加 11800 亿元，同比多增 300 亿元，2019 年前三月单月新增人民币贷款同比分别增加 11.4%、5.5%、50.9%。央行在 2019Q1 货币政策执行报告中指出，2019 年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期，经济增长保持韧性。但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出。将会继续实施稳健的货币政策，适时适度逆周期调节，疏通货币政策传导，着力解决融资难、融资贵问题。

图 34：2018 年 4 次降准政策梳理



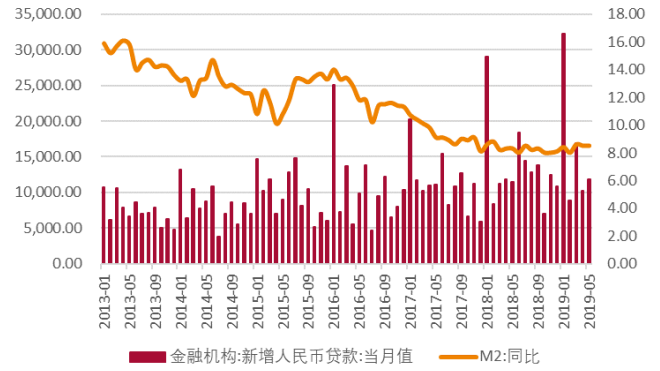
资料来源：中国经济网，天风证券研究所

图 35：社会融资规模边际改善（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：新增人民币贷款（亿元）有所恢复，M2 增速企稳（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

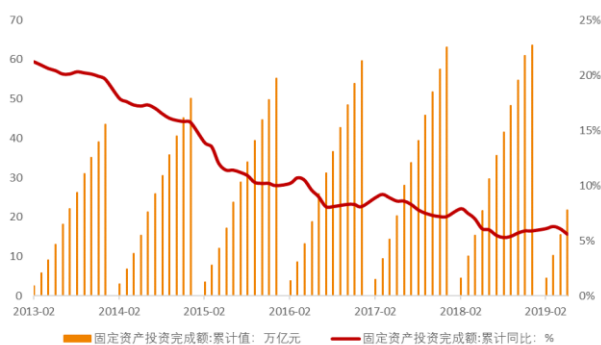
3. 水泥：南北持续分化，周期“重”在弹性

3.1. 半年回顾：供需两端持续超预期

2019 年以来，水泥行业景气持续，供需均有超预期表现。例如 1-5 月全国水泥累计产量 8.33 亿吨，同比增长 7.1%，去年同期为下降 0.8%；其中，5 月单月产量 2.27 亿吨，同比增长 7.2%。无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求呈现较大幅度增长，均超 7%，同时 5 月单月环比提高 6%。原因包括：1) 房地产新开工、施工表现较为可观；2) 北方需求同比去年改善；3) 2018 年新增产能影响（根据数字水泥网：新增熟料产能 2043 万吨）；4) 部分区域基数影响。

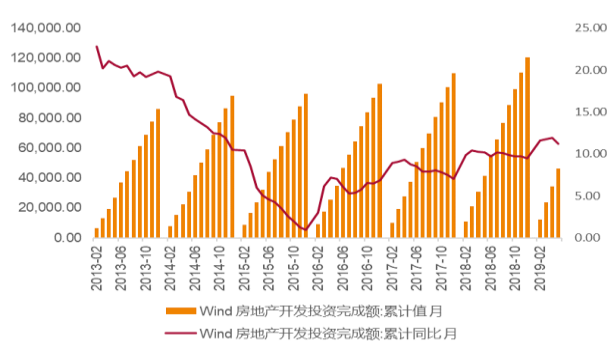
下游需求角度看，1-5 月固投（不含农户）同比增长 5.6%，增速比前值下降 0.5 个百分点，5 月单月环比增长 0.41%。直接影响水泥需求的地产和基建保持增长，其中房地产开发投资保持较快增速，1-5 月累计同比增长 11.2%，比前值下降 0.7 个百分点。其中房屋新开工面积累计同比增长 10.5%，增速比前值下降近 2.6 个百分点。近年来施工增速持续低迷，进入 2019 年加速明显，施工逻辑可持续，1-5 月累计同比增速 8.8%，除 2019 年外，前次超过 8% 的时点发生在 2014 年 12 月（累计同比 9.2%）。基建投资不含电力口径同比增长 4%，增速比前值下降 0.4 个百分点，比 2018 年全年增加 0.2 个百分点，道路、铁路投资增速分别为 6.2%、15.1%，增速比前值回落 0.8、提高 2.8 个百分点，2018 全年增速为 8.2%、-5.1%。行业供给角度看，5 月下旬以来，多地推出水泥淡季错峰计划，华北、西北、东北水泥价格大幅推涨超预期，6 月中旬南方地区正常开启季节性回落，预计降价幅度可控。

图 37：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



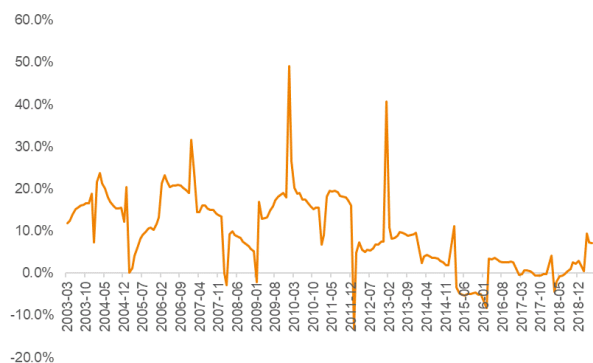
资料来源：wind，天风证券研究所

图 38：全国房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



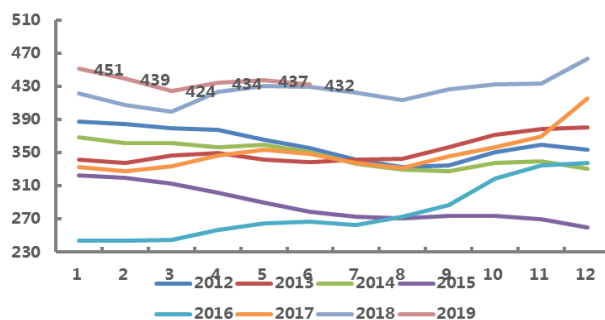
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 39：全国水泥累计产量同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：全国水泥价格走势（元/吨）（月度均价）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

3.2. 需求：提估值关键因素，区域分化北增南稳

我们认为当前时点压制水泥股估值的因素包括：（1）担忧下半年及明年地产新开工与施工需求，以及基建可否兑现；（2）局部地区新增产能冲击，例如云南、广西、贵州等地；（3）发改委价格监管；（4）区域流动性打通，“北下”水泥熟料“轻车熟路”，包括内蒙、山西

流入中部、东部地区。对此，我们建议优先关注需求长期更为确定的区域，供给格局更为稳定的区域，水泥价格上涨空间更大的区域，投资策略为：先解决估值压力，再判断业绩增长，跟踪超预期表现。例如华北京津冀（雄安+通州等）建设需求可看长期，预计冀东水泥销量增速 10-15% 之间，明后年需求量相对其他区域更为确定，估值角度率先受益。供给格局具备示范效应的区域以新疆为例，在 2018 年需求大幅下行的背景下，价格可维持稳定，2019 年需求与供给逻辑兼备，年初以来价格同比高出 40-50 元/吨，量弹性同时兑现。北方地区整体价格偏低，价格上涨受监管关注的可能性不如南方地区，同时价差压缩对南方和华北的冲击减少。

3.2.1. 华北：需求预期增强，受益周边涨价

华北 5 月单月同比增速 15.09%，超过全国其他区域，主要原因与基建驱动需求旺盛相关。除河北增速持续可观外，山西单月、累计同比分别达到 22.14%、35.95%，在华北区域内表现最优。我们重点关注的京津冀地区，4 月产量受到部分产线、工地受“一带一路”峰会召开临时停工，以及唐山 15 天环保限产的影响，5 月恢复正常后销量增速恢复明显（例如河北 4、5 月熟料产量单月同比表现分别为下滑 1.86%、增长 7.99%，5 月环比提高 16.07%）。我们继续看好 2019 年京津冀一体化建设及雄安新区建设释放水泥需求，关注区域内受益龙头冀东水泥、金隅集团。

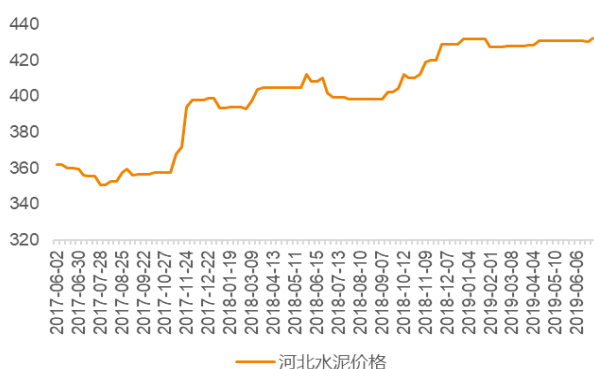
中长期角度，雄安新区进入实质建设阶段，京津冀水泥长期需求向好，估值提升空间与业绩增长空间兼具。短期角度，5 月下旬开始周边地区错峰涨价，与华北价差保持在合理范围，可以抑制水泥熟料的区域流动，同时唐山及河北其他区域在 6 月下旬陆续进入夏季错峰价格推涨，中报业绩有望超预期。此外还将继续受益基建逆周期调节的预期。

表 2：华北地区单月、累计水泥产量表现

地区	5 月		1-5 月累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
华北	2,317.63	15.09	6,361.20	21.56	7.63
北京市	43.16	-6.41	122.45	-8.10	0.15
天津市	83.80	20.48	248.12	19.94	0.30
河北省	1,221.79	16.29	3,587.22	19.78	4.31
山西省	566.16	22.14	1,549.54	35.95	1.86
内蒙古	402.72	4.92	853.87	12.60	1.02

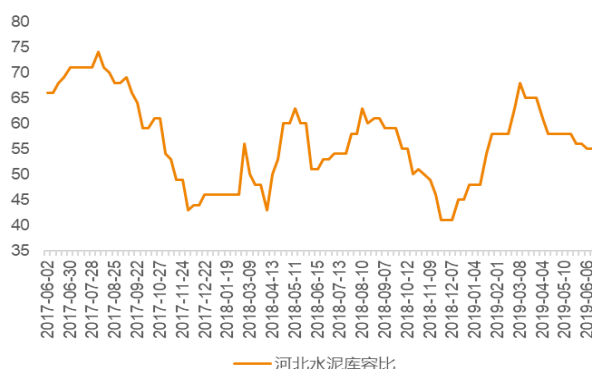
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 41：河北水泥价格当天值（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 42：河北水泥库存比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

2019，京津冀交通一体化交运先行。2019 年是京津冀交通一体化的建设大年，预计高铁高速投资额达千亿以上，带动水泥需求千万吨。根据京津冀协同发展交通一体化规划，推进京津冀地区由“单中心放射状”通道格局向“四纵四横一环”网格化格局转变。虽然规划发布较早，但近年来基础设施才开始加速建设，今年以来交通一体化的建设实现了较多

突破，国家高速公路网首都放射线京内路段全部打通，“四纵四横一环”通道路网格局初步形成。2018年京津冀交通一体化重点推进的几个项目有京雄高铁、京沈高铁、京石城际（雄石段）、京滨城际，以及与新机场相关的高速公路项目的建设，其中京雄、京滨均为启动之年。2019年，除京沈高铁北京段尚在建设，新增雄商高铁、廊涿城际之外，其余项目也将处于建设高峰期。我们认为，伴随区域内基建项目的开工建设，区域内水泥需求将会有所增加。

表 3：京津冀协同发展交通一体化项目进展投资情况

	路段	已完成路段	在建中路段
首都地区环线通道	承德、廊坊、固安、涿州、张家口、崇礼、丰宁	北京新机场北线高速公路北京段	廊涿城际（拟建）；北京新机场北线高速公路廊坊段；
沿海通道	秦皇岛、唐山、天津(滨海新区)、沧州(黄骅)	唐曹铁路、津山铁路、黄万复线、津秦客专	黄大铁路、水曹铁路
京沪通道	北京、廊坊、天津、沧州	京沪高速、京津城际、京津城际延伸线	京津城际二线（京滨城际）
京九通道	北京、北京新机场、廊坊、衡水		京雄高铁、雄商高铁；京雄高速（规划）
京承-京广通道	承德、北京、保定、石家庄、邢台、邯郸	京广客专、京承、京通、京沈高铁承德段	京沈客专望京隧道、京石城际
秦承张通道	秦皇岛、承德、张家口	张唐铁路、秦承高速	
京秦-京张通道	秦皇岛、唐山、北京、张家口	京秦、京包、京原铁路	京张高铁
津保通道	天津(滨海新区)、霸州、保定	津保高速、津霸高速；天津绕城北段	津石高速公路河北段
石沧通道	石家庄、衡水、沧州(黄骅)	石济高速铁路	

资料来源：北京、天津、河北政务网，天风证券研究所

雄安新区短期基建带来水泥需求增量，中长期城区开发支撑力度强。从规划建设面积角度估计，新区建设基础设施建设放在首位，未来五年按照建成面积 150 平方公里，作为政府主导型新区建设投资需求参考浦东新区，浦东新区在快速建设阶段（2002-2006 年）单位面积固定资产投资 6 亿元，用 CPI 平减指数调整后约为 8.7 亿元，我们判断雄安新区建设节奏或更强，取单位面积投资 10 万/平方公里，五年后固定资产投资额达 1500 亿，年均投资 300 亿，保守估计 1 亿投资金额带动水泥需求 0.5-0.6 万吨。随 19 年城区基建投资逐渐展开，预计带动水泥需求为 150-180 万吨。

表 4：雄安新区成立五年固定资产投资对标

	设立时间	5 年后面积（平方公里）	单位面积固定资产投资（亿元/平方公里）	土地口径固定资产投资累计投资总额（亿元）
浦东新区	1992.1	533.45	6.0	3194.9
滨海新区	2009.11	2389	9.7	23090.9
雄安新区（预测）	2017.04	150	10	1500.0

资料来源：和讯网，天风证券研究所（根据浦东新区情况，选取了 2002 年建设面积，与投资额对应）

3.2.2. 长三角：量价“求稳”，平滑波动

我们一直最为看好华东地区需求表现，江浙沪皖四地发展逻辑可看长期，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备。预计下半年价格继续正常表现出季节性涨跌，环保或能耗限产逐步常态以及区域大企业协同效应发挥，有望平滑涨跌幅度，整体稳定在较高水平。

长三角一二线、强三线城市密布，限贷限购政策影响下，投机性、刚性需求同时得到抑制。水泥属于地产前周期产品，与新开工面积增速关联较大。市场较为关心随着下半年销售面

积增速回落影响地产公司置地积极性，并传导影响新开工速度，水泥地产端需求出现下滑。我们认为可以从两方面考虑，一是假设长三角地产“如期”回落后，什么接棒水泥需求？人口流入区域基建可看中长期，浙江大湾区与亚运会强化基建速度。二是地产端水泥用量比例呈现下降趋势，下游结构性预计逐渐向地产、农村倾斜。三是地产表现不必过于悲观，在“贸易战”尚未实质结束、“稳杠杆”基调维持、消费内需尚未强力支撑经济增长情况下，我们预计地产政策面不会边际变差，一二线地产刚需有望率先得到释放。

表 5：浙江地区 2019 年预计开工/完工铁路、公路、机场项目（部分）

	项目名称	建设地点	投资组成及资金来源
公路及桥梁	新建铁路杭州经绍兴至台州线温岭至玉环段	温岭境内长 20.6 公里，玉境内长 16.2 公里	本项目工程投资估算 78.6 亿元，其中静态投资总额 72.47 亿元，建设期贷款利息 4.07 亿元，铺底流动资金 691.72 万元，动车组购置费 2 亿元。拟采用 PPP 模式投资，资本金比例暂按总投资的 30% 考虑。
	杭州绕城高速公路留下互通改建工程项目	杭州	项目估算总投资约 10.3 亿元，建设资金由杭州市本级财政出资
	330 国道淳安千岛湖大桥至临岐段改建工程	项目路线起点位于淳安淳开线与干威线交叉处，与 330 国道千岛湖大桥相接	项目估算总投资约 11.02 亿元，建设资金除省交通运输厅投资补助 4.4 亿元外，其余由淳安县政府财政性资金负责解决，项目业主为淳安县交通发展投资集团有限公司。
	杭州湾大桥北接线二期工程	项目起点位于嘉善陶庄镇汾湖摇篮屿（苏浙界），接已建成的常嘉国家高速公路江苏段，终点位于嘉兴步云乡孙家浜。全长 27.6 公里。	项目估算总投资约 52.65 亿元，项目建设资金除国家车购税补助 12.66 亿元外，其余由嘉兴市政府统筹解决。
	甬台温高速公路复线新增苍南芦浦互通及接线工程	甬台温高速公路复线新增苍南芦浦	项目估算总投资约 6.36 亿元，建设资金由苍南县政府负责筹措。
	杭绍甬高速公路（G92N 杭州湾地区环线并行线）杭州至绍兴段工程项目	项目起点位于杭州市萧山区南阳街道红山村附近，设南阳枢纽接杭州中环，经杭州市萧山区、大江东新城和绍兴市柯桥区、上虞区等。	项目总投资估算约 298 亿元，项目资本金除国家补助外由浙江省交通投资集团有限公司和杭州、绍兴两市共同成立的项目法人自筹。
	甬台温高速公路新增鳌江互通工程项目	平阳县鳌江镇塘川上源村附近，与甬台温高速公路交叉桩号为 K1796+100。	项目总投资估算约 7.36 亿元，建设资金由平阳县政府负责筹措。
	320 国道桐乡凤鸣至大麻段改建工程	320 国道余杭段	工程概算总投资为 374702 万元（较批复估算减少约 998 万元）。建设资金除省交通运输厅投资补助外，其余由桐乡市财政筹措。
	沪杭甬高速公路杭州市区段（乔司至红垦）改建工程项目	沪杭甬高速公路杭州市区段（乔司至红垦）	项目总投资估算约 127.9 亿元，项目资金由杭州市财政筹措解决，省财政厅以浙财函〔2018〕535 号出具资金意见。
	铁路	绍兴市城市轨道交通 1 号线工程	起点为笛扬路站（不含），与杭绍城际线贯通运营，终点为鉴湖镇站，依次沿群贤路、站前大道、体育路、解放路敷设，线路长 24.2 公里，全为地下线；设车站 18 座，平均站间距 1.38 公里。
新建杭衢铁路（建衢段）项目		杭州市建德境内 52.8 公里，衢州市境内 78.9 公里，联络线长 15.1 公里	本项目工程投资估算 214.8 亿元，其中静态投资 195.1 亿元，动车组购置费 8.0 亿元，建设期贷款利息 11.5 亿元，流动资金 0.2 亿元。拟采用 PPP 模式投资，资本金比例暂按总投资的 30% 考虑。
绍兴市城市轨道交通 1 号线工程		绍兴市	核定本工程总概算为 238.73 亿元，项目资本金占总投资的 40%，由绍兴市政府负责筹措。

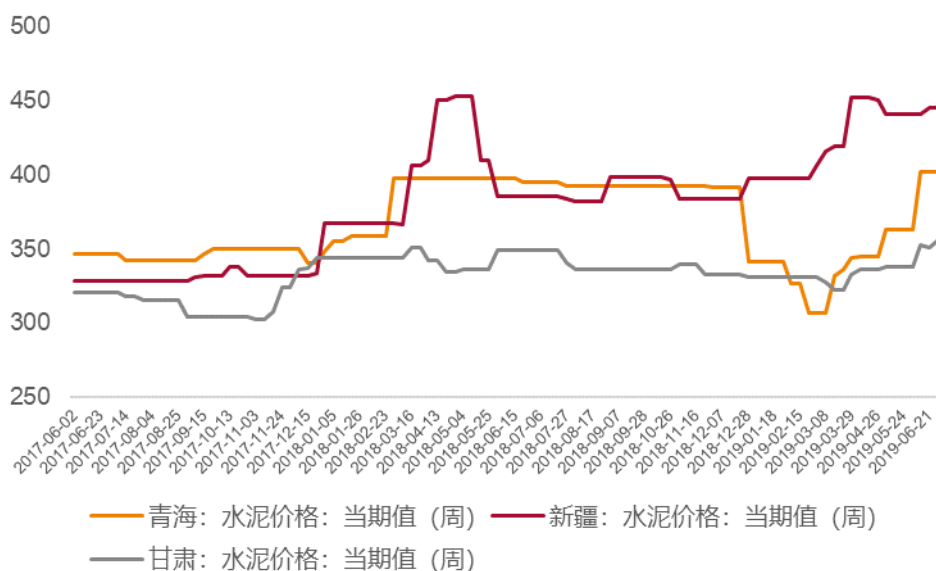
	杭州都市圈新建 4 条线	杭州市	包括：分别为杭德（杭州至德清）城际、绍兴城际、沪嘉（上海至嘉兴）城际、沪平（上海金山至平湖）城际，总长 171.5 公里，设站 38 座。其中，杭德线是 2022 年亚运会交通配套项目。
机场	杭州萧山国际机场三期项目新建航站楼及陆侧交通中心工程	杭州萧山国际机场内，利用一、二期规划已征土地。	工程总投资 2707415.45 万元，其中资本金 856577.71 万元，占总投资的 31.64%。

资料来源：浙江发改委、浙江在线，天风证券研究所

3.2.1. 西北：边际改善兑现，量价弹性向上

我们曾在 2019 年策略报告中提出，2018 需求大幅下滑背景下，西北价格维持力证集中度逻辑发挥作用，看好需求边际改善带来盈利弹性。事实证明西北水泥量价齐升。西北 1-5 月累计产量增长 10.94%，其中新疆增速 13.08%、甘肃增速 17.47%、陕西增速 11.89%。此外，西藏基建发展的持续性与空间、国家政策的支持力度均优于西北其他区域，同样值得关注。

图 43：青海、甘肃、新疆区域水泥价格变化（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2.2. 华南：人口+财政决定长期需求，雨水压制看好后期量价反弹

华南地区短期受雨水压制，后期若天气转晴，不排除会出现类华东 3 月底需求集中释放、企业发货节奏加快的情景。尤其是广东市场，基建发力背景下，区域内财政实力强解决资金担忧，人口绝对数领先全国、出生率较高、结构年轻化，决定水泥需求长期稳健支撑，并且具备粤港澳大湾区等政策利好。我们建议关注港股华润水泥及塔牌集团。

原材料资源+水路运输+终端市场分布+价格差异，成就“两广的配合”。考虑到两广在生产、运输、终端市场上隐含经营策略，华润水泥的优势一定要结合广东、广西两个市场来看。两广市场“打配合”，广西熟料为广东市场输血。采取同样策略的还可以参考海螺、台泥，但华润在地理分布、产能规模上更具优势。两广配合的关键在于石灰石资源和水路运输能力与成本，类似海螺在华东的 T 型分布，广西石灰石、煤炭资源相对广东更为丰富，此外树桩水系保障水路畅通，西江干流从西北流向东南，支流从两侧汇入，最后形成以梧州为出口，而梧州直接与广东相邻。预计通闸时间缩短后强化西江运力，更加有效发挥两广供需配合，两地均有产能、市场布局，并在西江掌握运输船舶的企业率先受益。

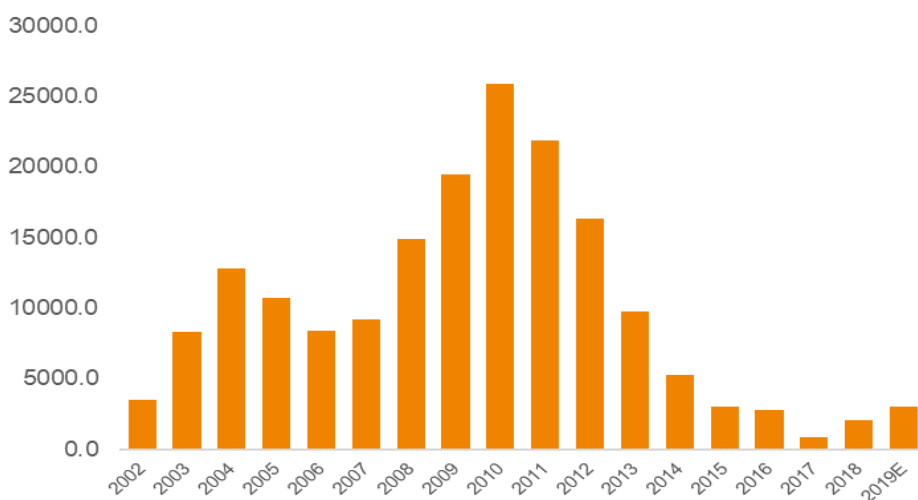
3.3. 供给：环保常抓不懈，错峰成为常态化

2019 年以前，市场对环保持续性担忧占据上风，认为“放松”预期不利估值，以及“北泥南下”形成区域干扰。此前我们强调环保出发点是改善生态环境，只是一味“催化剂”。市场会将环保归类到供给侧改革领域，主因其影响的着力点也在供给端。实际上我们认为，环保应回归本质，防止“一刀切”即是价值回归的表现。第二，如果今年通过限产停产可取得立竿见影效果，但治标不治本，根本上仍需提高环保装备，主动减少排污。而从上至下整顿加固企业环保能力，并非一蹴而就，决定环保攻坚具备持续性。此外，“绿水青山”轻易可逆，后期维护需要政府、企业、群众共同努力，决定力度与持续时间不会轻易降级。而催化剂不是主角，水泥短期供需在近年来已备受瞩目，去产能、错峰、协同，甚至跟踪监测的雨水与空气污染指标，均可影响短期波动性，而长期供需因子相对忽视，但理应值得更多关注，技术、资源、成本、渠道、规模均可长期护城，以及关注各类需求走势的影响力。

2019 年以来，环保放松并未“如期”出现，相反地方执行效果大超预期。已推出错峰计划的区域包括，河北（两阶段停窑 20 天），宁温台（预计 10 天），珠三角（6-8 月预计 10 天），广西（6-8 月预计 10 天），长株潭（预计后期推出停窑计划），重庆（6 月停窑限产 30-40%），河南（6 月 1 个月，除郑州部分厂家），山东（6 月 1-20 日，临沂从 11 日开始），陕西（关中 6-8 月限产，宝鸡 6-8 月 8 户企业限产 30%），青海（预计 6-8 月每个月停产 10 天），江苏（6-7 月停产 10 天），辽宁（冬季错峰欠账企业补停 15 天，协会提出 7 月底停产 1 个月），山西（6-9 月累计停产 40 天）等。通过对比发现，一是今年错峰时间与区域更为明确，增强执行效力，二是错峰不仅缓解当地供需关系，同时结合周边地区停产，发挥区域联动的正面效应，高价区域限产供给不足，吸引低价区域流入作为补充，既满足高价区域需求，同时缓解低价区域过剩，盈利整体得到改善。水泥经营思路有两类变化，一是销量到价格诉求的调整，二是区域内部“关门”求份额扩大到各区域之间的利益统筹，但现阶段龙头控制力依然有限，此类结果有一定偶然性。

我们特别强调，环保或节能促进的水泥行业错峰，2019 年比 2018 年更超预期，尤其西北、华北、河南、山东等地，取消“一刀切”并不意味着环保放松，今年已经得到验证。叠加矿山资源治理，投入高昂成本取得的各行业规范化成果不会轻易颠覆。环保与资源保护将成为常态化，具备石灰石资源优势与低排放优势的企业长期受益。此外，供给端调节作用在北方逐步成熟，南方地区有望在需求向下时借鉴应用。

图 44：2002-2018 年全国新增熟料产能（万吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

3.4. 投资建议

我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性较小，盈利有望再超预期。短期角度，受益上半年地产新开工+施工双发力，叠加基建表现，我们看好水泥企业

中报业绩。**全年角度**，北方量价弹性兼具，估值与业绩双受益；南方供需格局继续改善，龙头话语权增强，淡旺季价格波幅可控。

标的方面，我们维持 2019 年初建议，今年重点并非行业趋势性机会，而是个股逻辑主导下的**阶段性投资机会**，继续推荐攻守兼备的龙头企业**海螺水泥**，受益京津冀交通建设、雄安新区建设及周边区域价格提升的**冀东水泥**，受益西北需求反弹的**祁连山、天山股份、宁夏建材**，受益湖北及西南需求弹性+蒙华铁路通车降低煤炭成本的**华新水泥**，同样受益煤价降低的还包括**万年青**，同时重视江西发展基数低空间大，以及主要需求地在浙江、成本结构类比海螺的**上峰水泥**，期待受益天气转好广东需求恢复的**塔牌集团**，港股建议关注**中国建材、华润水泥**。

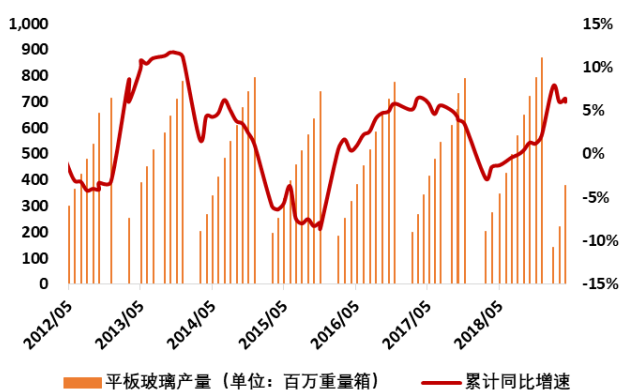
4. 玻璃：下半年重点关注龙头基本面变化

4.1. 玻璃价格持续下跌，Q1 行业盈利整体下滑

平板玻璃的主要下游包括房地产、汽车、出口及其他，其中房地产消费占比最高。2019 年一季度全国房地产开发投资完成额增幅 11.80%；全国房屋新开工面积累计增幅为 11.9%，但是竣工数据没有起色，同比下滑 10.8%，导致玻璃需求下滑。2019 年一季度玻璃行业共生产平板玻璃 2.22 亿重箱，同比上升 6%，供给增加较多。

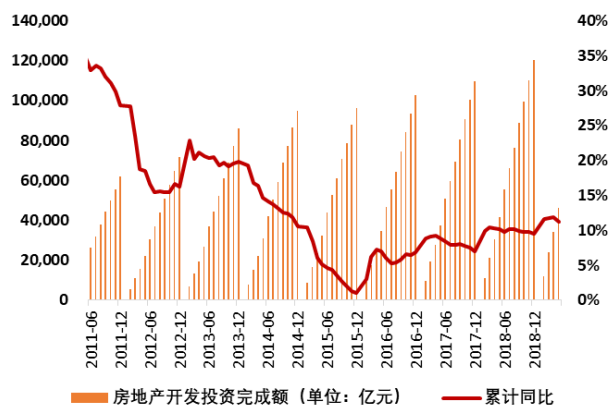
供给方面，在供给侧改革和受环保政策趋严背景下，玻璃生产线复产成本及生产成本大幅上升，叠加玻璃价格下行，企业复产力度有限，整体来看，一季度行业供给稳定，需求较弱，玻璃价格走势不甚理想。

图 45：平板玻璃产量及其同比变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 46：全国房地产开发投资累计完成额及增速



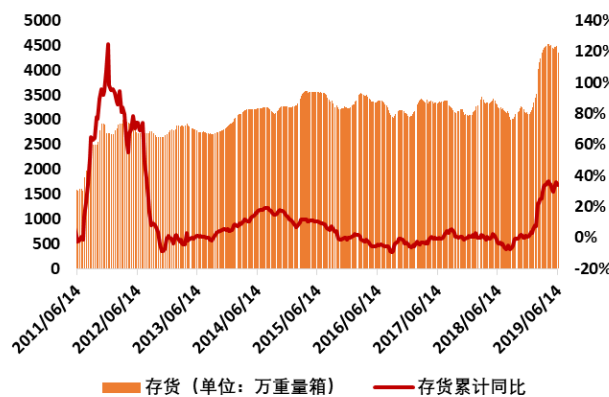
资料来源：wind，天风证券研究所

图 47：白玻价格



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 48：浮法玻璃库存



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

从玻璃行业上市公司的情况来看，2019 年一季度全年共完成营业收入 98.41 亿元，同比下降 9.1%；实现归母净利 4.59 亿元，同比下降 41.37%；销售毛利率 18.23%，同比下降 1.53 个百分点；销售净利率 4.75%，同比下降 2.64%。从上市公司业绩来看，2019 年一季度，旗滨集团产销增加、费用下降对业绩产生了正向的拉动作用，但由于报告期玻璃售价同比下降幅度较大，造成绩效有一定程度的下滑，营收增长 10.67%，归母净利润同比下降 34.95%。

表 6：2019Q1 玻璃行业上市公司收入、归母净利、毛利率、净利率

营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
2019Q1	同比	2019Q1	同比	2019Q1	变动	2019Q1	变动

玻璃原片占比大的企业

旗滨集团	18.35	10.67%	2.10	-34.95%	24.39%	-9.47%	11.42%	-8.01%
金晶科技	12.08	4.50%	0.62	3.39%	19.45%	-0.13%	5.02%	-0.31%
耀皮玻璃	10.58	26.65%	0.34	21.44%	17.86%	1.24%	3.39%	-0.83%
三峡新材	18.23	-40.73%	0.38	-64.22%	7.27%	-1.22%	2.10%	-1.42%
洛阳玻璃	4.37	36.46%	0.02	-72.13%	17.08%	-11.13%	0.56%	-1.71%
南玻 A	22.23	-15.47%	1.32	-17.06%	23.06%	-1.52%	6.12%	0.07%

深加工玻璃占比大的企业

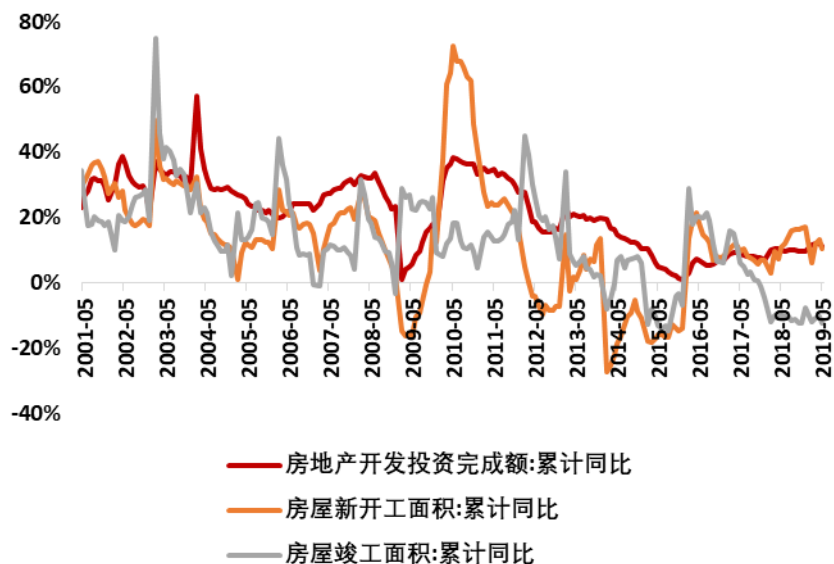
亚玛顿	1.90	-27.10%	-0.21	-384.20%	7.02%	-10.57%	-10.83%	-13.95%
凯盛科技	7.28	25.10%	0.17	20.08%	14.88%	-0.02%	3.11%	0.57%
金刚玻璃	1.33	4.72%	0.01	29.28%	33.04%	-1.83%	0.66%	0.13%
玻璃设备								
北玻股份	2.06	9.15%	-0.16	-120.95%	18.19%	-5.06%	-8.85%	-41.42%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

4.2. 需求走弱，竣工起色仍需等待

玻璃下游 75%源于房地产，目前房地产开工和竣工的指标增速出现背离，根据国家统计局数据显示，19 年 1-5 月的房地产开发投资完成额的同比增速达到 11.2%，房屋新开工面积同比增速虽然环比有所下滑，但是仍然达到 10.5%的较高速增长，房屋竣工面积继续维持负增长，且跌幅扩大，房屋竣工面积累计同比下滑 12.4%，与其他前置指标形成明显的剪刀差，在房地产政策和企业战略没有出现重大变化之前，竣工数据短期内很难大幅改善。

图 49：平板玻璃产量、房地产开发投资完成额、房屋竣工面积累计同比



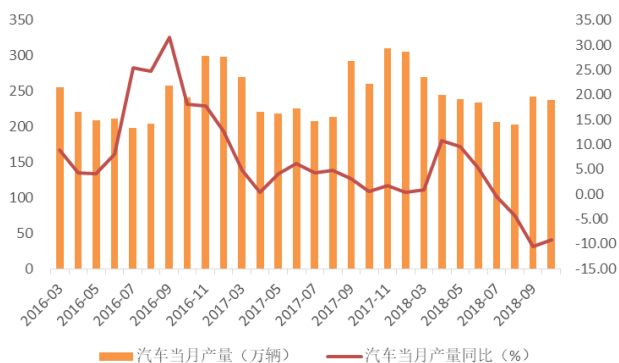
资料来源：wind，天风证券研究所

在房地产限制性政策不松动的前提下，需求走弱可能导致房企前端拿地、新开工的动力不足，土地购置和新开工面积可能逐步回落，今年 1-5 月份数据相对 18 年来说已经有所下滑；同时按照一般常理，新开工之后一般两年内要完成竣工交房，但是地产企业受现金流约束，交房时间有所拖延，因此竣工数据还没有起色，但是新开工和竣工数据的剪刀差已经减小，预计 19 年下半年整体地产企业的交房情况可能有所起色，届时对玻璃需求有一定提振作用。

玻璃另一块主要需求汽车产量下滑明显，受房地产挤压可选消费、补贴政策以及新国六标

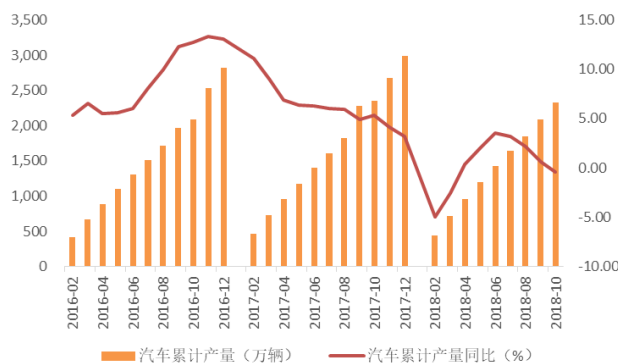
准的推行，导致汽车产量进入 19 年后扩大了下滑比例，5 月单月同比下滑达到 21.5%，创近三年新低，累计增速下滑达到 14.1%，下跌幅度继续扩大，短期来看较为悲观。长期来看由于我国汽车存量市场巨大，比如汽车玻璃龙头信义玻璃抓住汽车玻璃替换市场，近几年大力推动信义易车业务，实现了快速增长。综合来看，汽车行业的销量下滑，短期内难见起色，叠加地产竣工数据转好也需要等待，短期来看玻璃需求面临较大压力。

图 50：我国汽车当月产量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 51：我国汽车累计产量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 供给略有提升，库存压力较大

从供给角度来看，从 2016 年年中开始，玻璃行业供给侧改革相关文件、会议陆续落地。但是执行方面，地区之间差异较大，华北地区执行到位率高，比如沙河地区，空气质量一直难以解决，政府推动助力，企业也配合到位。华中地区受去年年初玻璃高价的影响，复产较多，导致整体产能复产较多，是 18 年下半年至今产能水平较高的主要原因。

表 7：2019 年玻璃行业供给政策

时间	文件	主要内容
2018.8	《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》	《通知》指出，当前，水泥、平板玻璃行业产能过剩形势依然严峻，各地省级主管部门要切实做好禁止新增水泥、平板玻璃产能工作。
2019.4	河南省 2019 年工业炉窑治理专项方案	对有色(含氧化锌)、玻璃制品(玻璃纤维)、耐材、铁合金、陶瓷、砖瓦窑、刚玉、石灰等八大行业烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度做了具体的规定
2019.5	河南：关于推动钢铁、水泥等行业落后产能退出的通知	依法依规推动钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等行业落后产能退出的工作部署和要求，综合运用安全生产行政和法律手段支持我省推进供给侧结构性改革，促进产业结构调整。
2019.5	河北省加大水泥、平板玻璃等去产能力度	方案要求水泥、玻璃、陶瓷、砖瓦等行业加快污染防治设施升级改造，确保按期达到新修订的《关中地区重点行业大气污染排放标准》要求
2019.5	邢台市关于开展大气污染防治强化攻坚月行动的通知文件	6 月 10 日，邢台市大气污染防治工作领导小组发布关于开展大气污染防治强化攻坚月行动的通知文件，自 6 月 10 日至 7 月 10 日将开展为期一个月的大气污染防治强化攻坚活动，其中玻璃行业 6 条以煤为燃料生产线立即停炉改造。

资料来源：政府官网，玻璃信息网，天风证券研究所

我们此前预判 2018-19 年是玻璃行业理论上的冷修高峰期，基本得到验证。2018 年上半年玻璃行业较为景气导致玻璃企业会想方设法延长产线的使用期限，同时复产力度加大，较多的产能增加导致玻璃价格大幅下跌。随着玻璃产线使用年限的增加，玻璃生产质量会

下降，维护成本也会增长，所以玻璃生产线不得不在下半年停产冷修，但是由于需求不好玻璃价格仍然没有起色。进入 2019 年，整体供给趋于稳定，冷修产线多于复产产线，整体供给变化不大，6 月中旬，全国玻璃在产产能 9.28 亿重箱，同比略增 0.4%，短期看玻璃价格也趋于稳定。

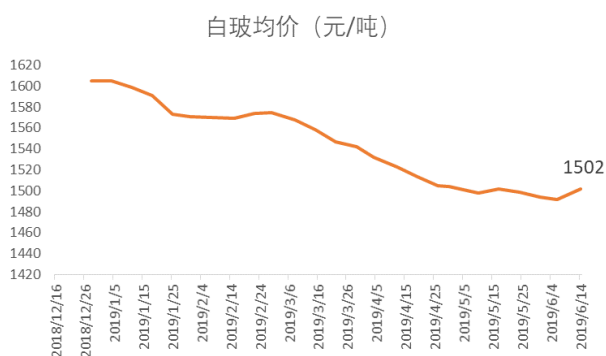
表 8：2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况

年份	新点火产线（条）	复产产线（条）	冷修产线（条）	净新增产线（条）
2012	19	13	25	7
2013	29	8	11	26
2014	23	9	38	-6
2015	10	17	43	-16
2016	9	22	15	16
2017	4	14	24	-6
2018	5	18	20	3
2019.6	2	8	10	0

资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

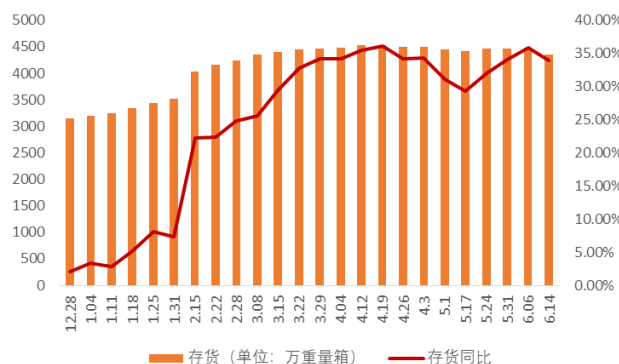
库存方面压力较大，截至 6 月底中国玻璃期货网统计显示，6 月中旬全国厂家库存达到了 4354 万重箱，同比增加 33.9%，处于比较高的水平，从在产产能角度来看，整体增幅不高，主要原因是下游需求不好，贸易商不敢在玻璃价格持续下行的过程中分担厂家的库存，导致厂家不断降价来消化库存。从近期的价格和库存情况来看，玻璃价格在 1500 元/吨左右企稳，如果下半年进入旺季，且地产竣工环节缓慢复苏，高库存情况有望缓解，玻璃价格也可能稳中向上。

图 52：今年以来玻璃均价



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 53：今年以来企业库存及同比



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

4.4. 纯碱价格趋于稳定

随着供给侧改革的不断推行，纯碱行业小企业、不达标企业逐步退出市场，形成比较稳定的供给格局，相比 2 年之前，整体价格走势趋于平稳，除了 1 季度末 2 季度初部分纯碱企业有检修需求，导致短期内纯碱价格有所上涨，其他时间纯碱供给较为稳定。需求方面根据玻璃产量数据来看，这两年有所增长，因此纯碱需求有所增加，总体来看纯碱价格有望继续在 1800-2100 元之间波动，对于玻璃企业来说，成本将会比较稳定。

玻璃龙头企业，一方面对纯碱的需求量大并且稳定，执行价格往往低于市场价格，另一方面，为应对纯碱价格波动，多数情况下会采取在价格低位囤一定数量的纯碱或者进口纯碱的方式，因此玻璃龙头企业的规模优势和调节能力会优于小企业，成本优势会越来越明显。

图 54：全国纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

4.5. 投资建议

建议关注旗滨集团：

2019 年一季度，营收增长 10.67%，归母净利润同比下降 34.95%，收入增长预计主要是产量增加，但是玻璃价格下降较多，净利润有所下滑。我们预计公司的业绩今年二季度以后会环比改善，首先 2018 年的玻璃价格高点在 1 季度，之后持续走低，我们看到玻璃价格在今年 2 季度企稳，且下半年旺季来临，价格有抬升的可能，因此业绩可以持续改善；其次公司所处的区域供需结构较好，好于全国。其他方面，公司深加工业今年稳步推进，2018 年公司重点在建立品牌，今年广东河源、浙江绍兴、马来西亚节森美兰州有望开始贡献业绩。同时，公司估值处于较低水平，建议关注。

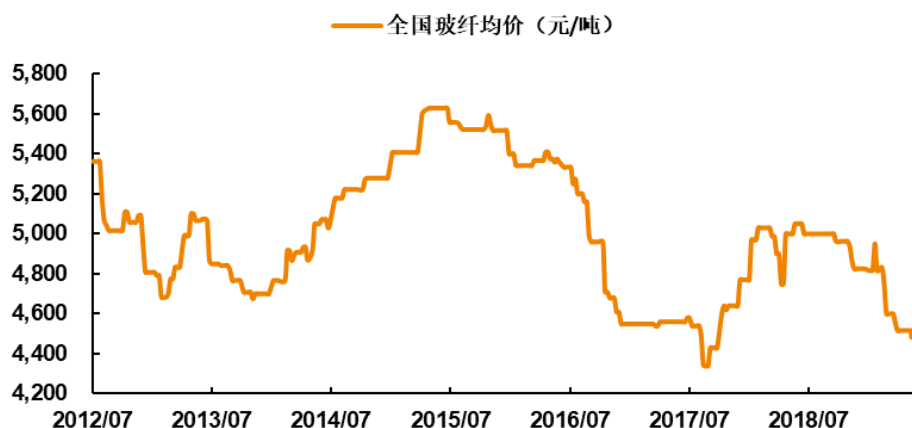
5. 玻璃纤维：行业的量价拐点临近

5.1. 19 年行业筑底，拐点渐近

2018 年全年玻纤行业稳健发展，从玻纤行业上市公司的情况来看，全年共完成营业收入 258.30 亿元，收入同比增加 14.39%；实现归母净利润总计 37.49 亿元，同比增加 16.08%。销售毛利率 31.19%，同比下降 0.27 个百分点；销售净利率 12.15%，同比持平。

由于 2017 年全球经济向好，玻纤需求旺盛，大量产能进入建设投产期，不过由于产能释放的滞后性，对 18 年前半年玻纤价格的冲击有限，全年来看价格中枢高于 2017 年，但是伴随产能的逐步释放，2018Q3 开始玻纤原纱价格开始下降，下降趋势一直延续至今，目前价格呈现筑底态势。

图 55：全国玻纤均价



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2019Q1 行业收入规模继续稳步增长，但是盈利水平整体出现下滑。玻纤行业上市公司 2019Q1 完成营业收入 61.87 亿元，同增 13.08%；实现归母净利润总计 8.20 亿元，同降 2.36%。销售毛利率 31.07%，同比下降 0.45 个百分点；销售净利率 11.31%，同比下降 0.08 个百分点。2019Q1 行业盈利出现下降的重要原因是玻纤原纱价格出现调整，因此在主要企业产能扩张的背景下虽然产量有所增加，但是受到价格下滑影响收入增速不明显，并且利润增速出现了小幅下滑。

表 9：2019Q1 玻纤行业上市公司收入、归母净利润、毛利率、净利率

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		销售毛利率 (%)		销售净利率 (%)	
	2019Q1	同比 (%)	2019Q1	同比 (%)	2018 前三季	2019Q1	同比 (%)	2019Q1
中国巨石	24.96	0.06	4.99	-19.14	中国巨石	24.96	0.06	4.99
中材科技	26.56	27.40	2.15	45.20	中材科技	26.56	27.40	2.15
长海股份	5.19	15.90	0.55	36.94	长海股份	5.19	15.90	0.55
再升科技	2.89	30.30	0.48	51.22	再升科技	2.89	30.30	0.48
九鼎新材	2.27	2.09	0.03	5.67	九鼎新材	2.27	2.09	0.03

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

5.2. 后续新增产能压力降低

从 18 年玻纤粗砂的价格走势来看，玻纤粗砂价格相较 2018 年整体有所提升，盈利向好的同时各大企业为赶上持续向好的需求纷纷扩产。根据卓创资讯的数据显示，2018 年玻纤产能新增合计为 85.5 万吨，减去 OC2.5 万吨的停产产线，净新增产能为 83 万吨，产能投放主要集中在 2018 年，2019 年预计国内新增产能有限，将会以消化 2018 年新增产能为主。

表 10：2018 年玻纤产能（万吨）投产情况

公司	地址	产线	产能新增	实际年产能	状态	最新点火日期	产品类型
中国巨石	九江	1 线	2	10	在产	2018 年 5 月	无碱粗砂
中国巨石	九江	1 线	3	10	在产	2018 年 5 月	无碱粗砂
长海股份	江苏	1 线	4	7	在产	2018 年 3 月	无碱粗砂
长海股份	江苏	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
庞贝捷	淄博	3 线	8	8	在产	2018 年 5 月	非电子纱
江西元源	上犹工业园	1 线	5	5	在产	2018 年 5 月	电子纱
重庆三磊		1 线	8	8	在产	2018 年 1 月	无碱粗砂
中国巨石	桐乡	智能 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
重庆国际	大渡口	F02	5	10	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
林州光远	林州	2 线	5	5	在产	2018 年 8 月	电子纱
中国巨石	桐乡	1 线	6	6	在产	2018 年 12 月	电子纱
安徽丹凤	安徽	2 线	5	5	在产	2018 年 10 月	电子纱
山东玻纤	格赛博	2 线	8	8	在产	2018 年 12 月	无碱粗砂
泰山玻纤	泰安	6 线	10	10	在产	2018 年 11 月	无碱粗砂
合计			85.5				

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

根据卓创资讯统计的玻纤产线新建、冷修规划，2019 年全年预计将有 29 万吨产能投产，预计 2019 年下半年玻纤整体产品价格将会企稳，并且部分产品价格有可能开始企稳回升。

表 11：预计 2019 年玻纤产能变动情况

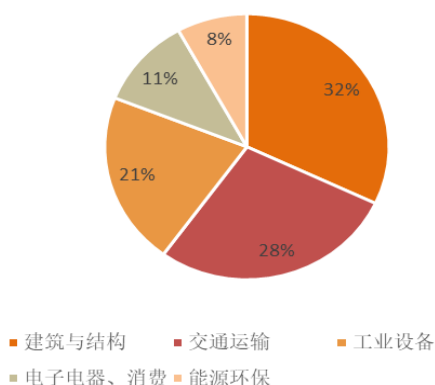
公司	地址	产线	产能新增	计划产能（万吨）	状态	点火日期（预计）
预计新增						
泰山玻纤	泰安		6 改 10*2	8	在建	2019 年 9 月
泰山玻纤	泰安	7 线	10	10	在建	2019 年 12 月
重庆国际	大渡口	F11	11	11	在产	2019 年 3 月
新增合计				29		

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

5.3. 需求结构优化，长期增长可期

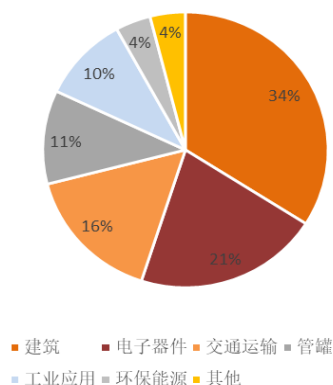
玻纤作为新型复合材料，广泛运用在各行各业，因此需求较为分散，主要集中在建筑、风电、交运、电子等领域，其中交通运输领域、工业应用的玻纤运用结构与海外仍然有区别，随着玻纤渗透率的提升，拓展潜力较大。现阶段我国玻纤用量增速较快的领域在风电、电子及交通运输。

图 56：全球玻纤需求结构



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

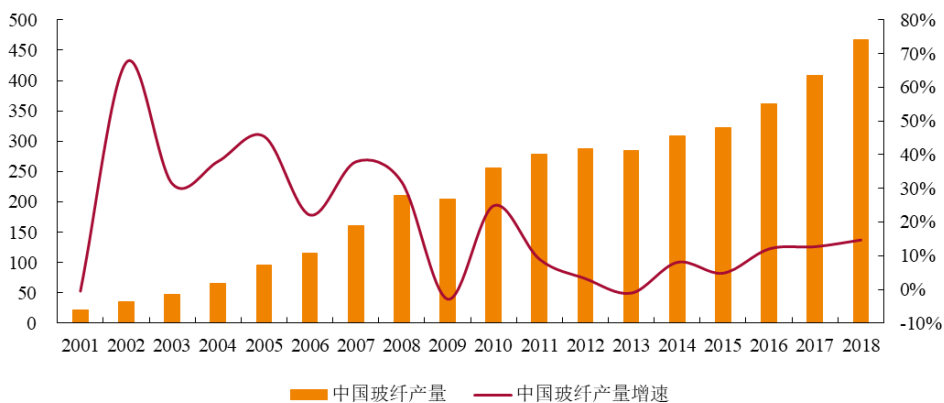
图 57：玻纤需求结构



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

近年来我国玻纤增速保持稳定增速，一方面我国及全球经济增速保持稳定，其中美国、欧洲等玻纤用量较大地区的经济复苏带来了较大需求，另一方面玻纤具有耐高温、耐腐蚀、抗拉强度高特点，是金属的优质替代品，因此渗透率的提升也扩大了玻纤的使用量。据玻纤巨头欧文斯康宁的测算，玻纤行业需求增速约为工业产值增速的 1.6 倍，在不考虑经济波动的条件下，预计我国玻纤需求有望维持在 10% 左右的增速。

图 58：中国玻纤产量（万吨）及增速

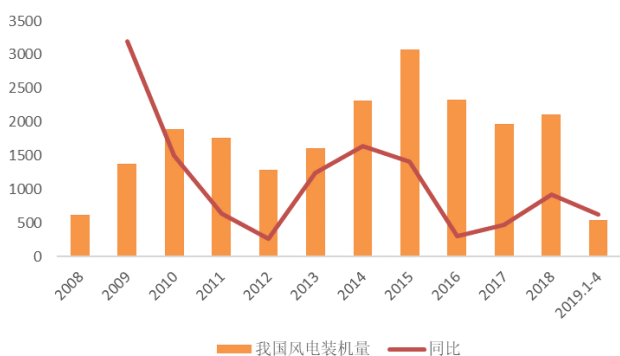


资料来源：中国玻纤网，天风证券研究所

5.3.1. 风电需求好转

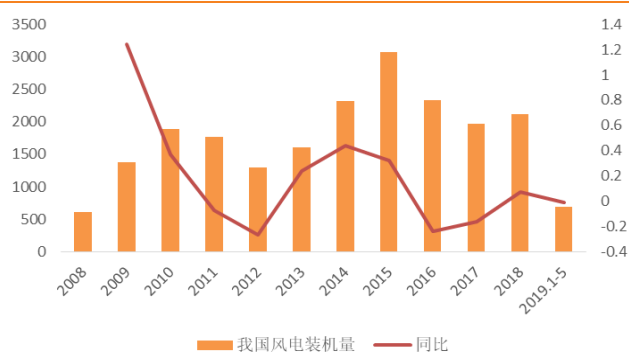
玻纤在风电领域主要运用在风电叶片，是其主要原材料，风电叶片的需求则和风电装机的增长相关。风电作为清洁能源，在我国起步较晚，受政策影响较大，14-15 年受标杆上网电价下调影响，这两年国内风电市场出现了明显的抢装潮，15 年新增风电装机量达到 3075 万千瓦时的高峰，透支之后的装机量。

图 59：每年新增风电装机量（千万瓦时）



资料来源：wind，天风证券研究所

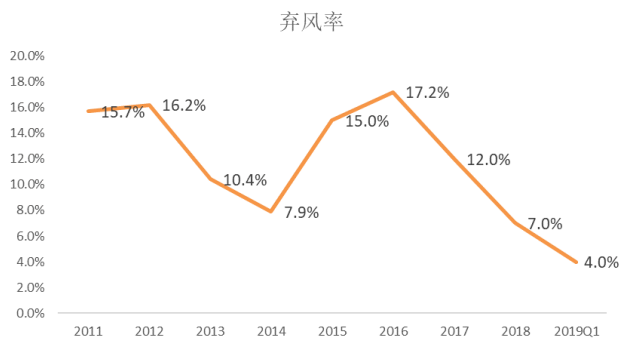
图 60：累计风电装机量（千万瓦时）



资料来源：wind，天风证券研究所

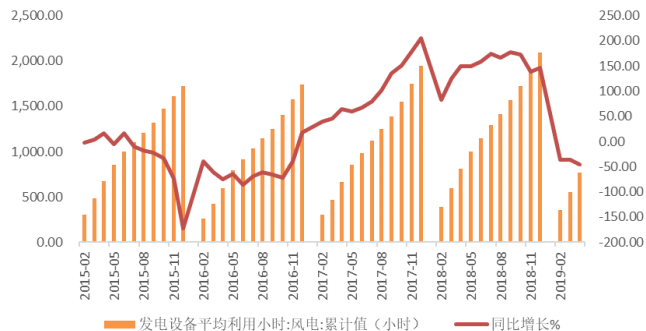
由于 15 年快速增加风电装机量，弃风率由 15% 快速提升至 16 年的 17.2%，随着电网建设的加速，各地电网接纳能力有所提升，弃风率开始下降，到 19 年 Q1 时下降到 4.0%；同时风电设备利用小时数也在改善，未来有望完成国家电力发展“十三五”规划，在 2020 年实现弃风率 5% 及以下的目标。较低的弃风率有望提升风电运营商的建设情绪，同时在电价下降的背景下，每次下调电价都可能会成为短期“抢装”的催化剂，中期来看随着平价上网的临近风电行业仍然能保持平稳增长，利好风电叶片及相关玻纤产品的需求。

图 61：风电弃风率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 62：风力发电设备平均利用小时数及同比

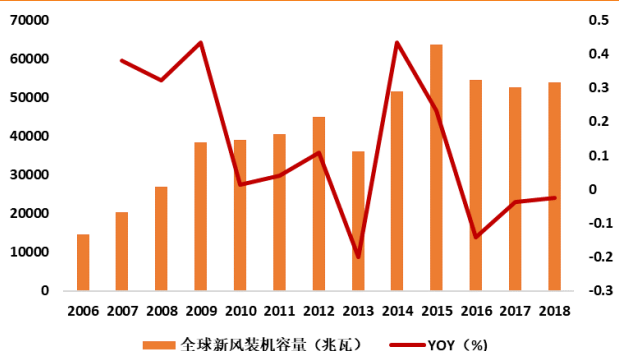


资料来源：wind，天风证券研究所

政策方面，18年以来无论是国家能源局以及地方政府都在积极鼓励风电市场发展，降低相关企业的成本，部分地区也明确指出在短期内需要新增的风电装机量，短期及中长期都为风电叶片的增长提供了政策保障。

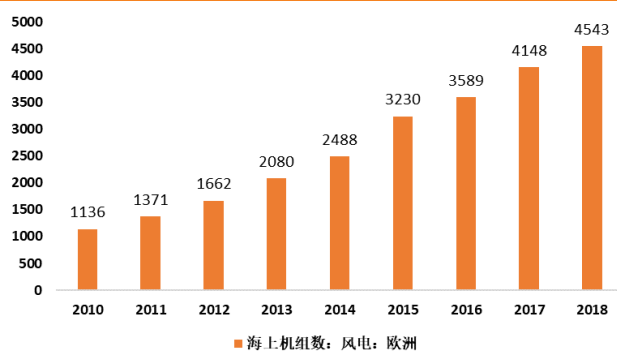
同时我国风电叶片制造商除了开拓国内市场，也开始在海外市场发展拳脚，因此看全球风电市场依然保持着稳定增长，近几年全球风电新增装机量都超过了5亿瓦时，同时海外开始把风力发电的重点向海上转移，海上风力发电具有风力资源丰富、发电利用小时数高、不占用土地、适宜大规模开发等特点，截至18年，欧洲已经有超过4千个海上风电机组，上升势头不减。随着我国电网配套设施不断完善以及海上风力发电技术的提升，海上风力发电也有望成为我国风电市场扩展的重要突破点。

图 63：全球新风装机容量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 64：欧洲海上风电机组数（个）



资料来源：wind，天风证券研究所

5.3.2. 汽车轻量化带动需求

随着环保的要求提升，汽车减排、节能降耗是当前各大厂商重点攻克的重点，为了完成以上要求，一般是通过新能源以及轻量化两种方式来实现，两者都可以推动玻纤的需求提升。在汽车轻量化的替代材料中，玻璃纤维增强塑料（GFRP）密度低，强度大，耐磨、耐热、耐腐蚀，性价比高，适合用于制造汽车保险杠、地板、进气口管护板等多种汽车配件。

表 12：轻质化材料减重效果与价格比较

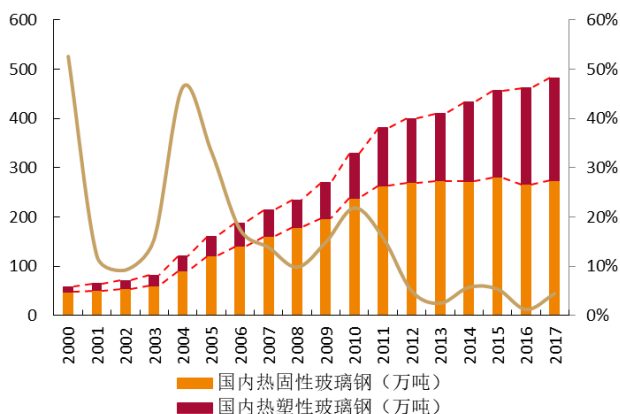
材料	减重效果	价格（美元/磅）
铝合金	35-60%	1
镁合金	40-70%	1.7-2
玻纤复合材料	30-60%	0.5-5
碳纤维材料	50-70%	6-10

资料来源：玻纤情报网，天风证券研究所

目前我国整车配件上的复合材料应用比例仅为8%~12%，远低于国外的20%~30%；随

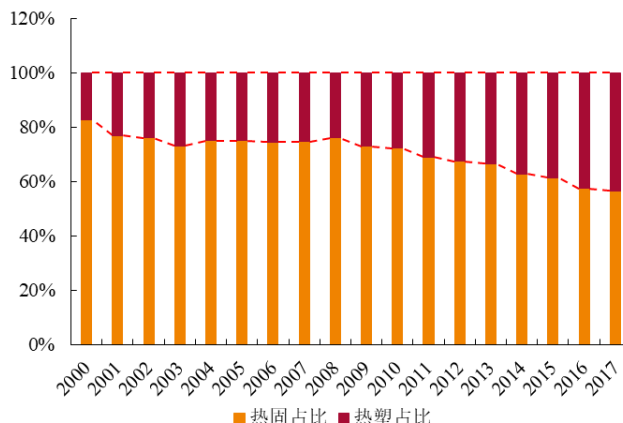
随着各国对传统汽车油耗及碳排放要求趋严，出台了多项政策加快推动汽车轻量化发展，预计未来玻纤产品在交通领域中的渗透率将进一步提升，市场需求空间巨大。

图 65：玻璃钢产量及其增速



资料来源：wind，天风证券研究所

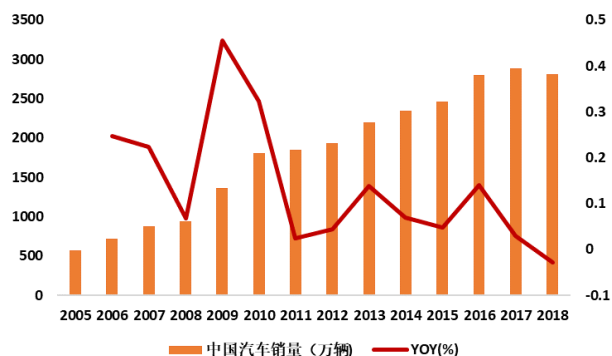
图 66：热塑占比不断提升



资料来源：wind，天风证券研究所

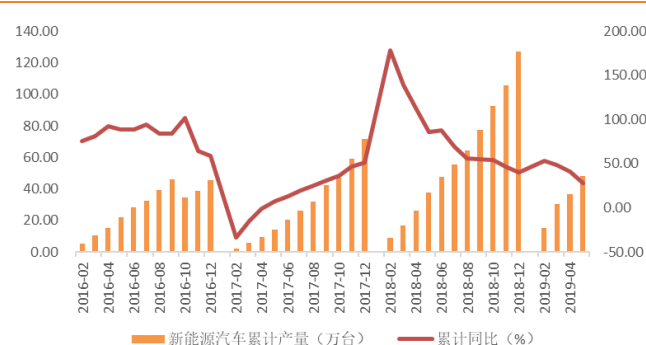
除了我国传统汽车市场近年来复苏，保持稳定增长，新能源汽车成为汽车领域增速较快的细分产品，19年1-5月，我国累计生产新能源汽车48万台，同比增长27.9%。然而新能源汽车的普及率仍然比较低，主要受制于现阶段电池技术不完善，高端电池制造成本过高等原因，导致行驶里程偏短。对新能源汽车而言，汽车轻量化可以有效增加运行里程，减少电池损耗，提高新能源汽车的渗透率。所以无论传统汽车还是新能源汽车都继续扩大轻量化改造，我国复合材料应用比例低于国外，长期看具备较大的上升空间。

图 67：我国汽车销量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 68：我国新能源汽车产量及同比

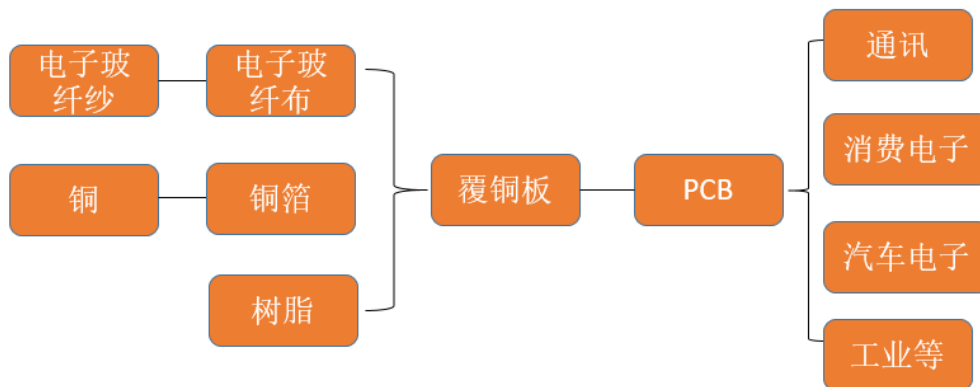


资料来源：wind，天风证券研究所

5.3.3. PCB 稳步增长，电子纱用量提升

玻纤中的高端产品电子纱是玻纤基覆铜板的重要原材料，PCB下游运用广泛，涉及消费电子、汽车电子、网络通讯等多种电子领域，可以运用在手机、家电、GPS导航、汽车音响、仪表盘、汽车传感器、通讯背板、通讯基站天线等设备中。

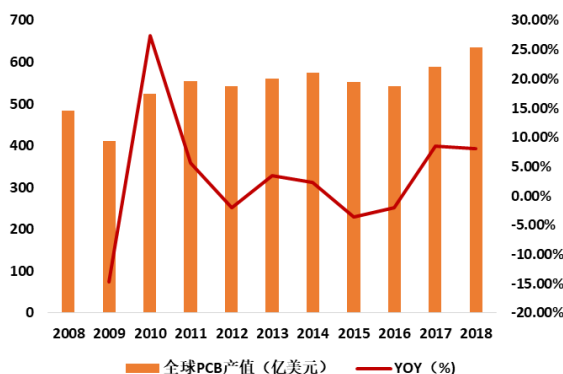
图 69：玻纤纱产业链



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

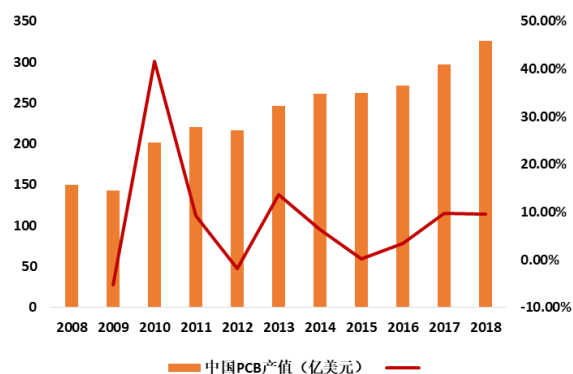
随着全球电子、通讯等产业的不断成熟，PCB 近几年也保持着稳定增长，2018 年全球实现 PCB 板产值约 635.5 亿美元，同增 8%，我国作为 PCB 产能最大区域，实现产值 326 亿美元，同增 9.6%，占比超过 50%，未来有望继续维持在一半以上的市场份额。

图 70：全球 PCB 产值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

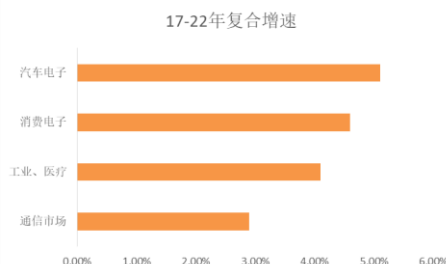
图 71：我国 PCB 产值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

PCB 下游子行业未来有望保持增长：1) 通讯市场方面，基站、路由器、交换机等是 PCB 的重要运用，尤其是 5G 逐步商业化运作需要建立大量 5G 基站，未来有望进入 5G 基站的建设高峰期；2) 消费电子方面，主要是得益于手机、平板等便携式设备的快速增长，虽然手机增长遇到了瓶颈，但是 AR、VR、可穿戴设备等技术的普及，未来创新型电子消费品层出不穷，电子消费市场规模有望继续扩大；3) 当前汽车生产已经不能满足汽车性能的提升，而是在于乘车体验及安全的升级，因此汽车电子的渗透有所提升；4) 工业、医疗领域出现了工业机器人、高端医疗设备等新产品，为 PCB 打开新的市场。

图 72：PCB 下游子行业增速预计



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

因此长期来看，玻纤的需求具有可持续成长性；短期来看，18-19 年行业供给有阶段性增加，消化新增产能可能会导致玻纤价格的波动。

5.4. 投资建议

玻纤价格是企业盈利的关键，也是市场判断行业景气的重要标志，短期来看，行业内出现了产能扩张，短期内玻纤价格可能会受到抑制，长期来看玻纤下游分散，各个行业的渗透率逐步提升，有望保持稳定增长，在产能逐步消化之后玻纤价格可能迎来反转。因此我们预计 2019 年下半年玻纤价格将会筑底，具有成本、产品结构、产业链优势的龙头企业将持续巩固竞争优势。继续关注玻纤龙头中国巨石：新一轮高质量的产能扩张正在进行，原纱、电子纱、电子布项目建设稳步前行，海外在已建成埃及基地的基础上美国、印度基地也将逐步推进，后续公司产品结构的高端化和多元化以及产能布局的国际化程度都将进一步提升；同时关注玻纤及制品龙头中材科技、长海股份。

6. 成长建材存在结构性机会

不同主业的建材企业位于房地产建设周期的不同阶段，水泥、钢材、混凝土等材料作为房屋主体建设材料，主要在地产动工、开工阶段使用，玻璃、防水卷材等在地产主体建设完工之后，作为主体外封装材料，而伟星、北新、蒙娜丽莎等装修类消费建材，在地产竣工之后，视全装修与否需求主体不同。从指标上观测，根据大部分消费建材功能及其在地产建设周期所处时点，我们判断其需求主要受到房地产的竣工情况的影响。

图 73：地产施工周期所需建材及其相关标的

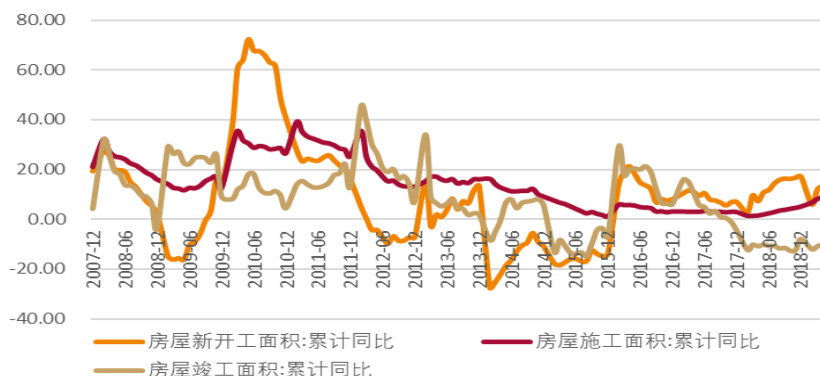


资料来源：天风证券研究所

6.1. 前后端需求的相对强弱有望发生转化

近两年房地产数据有部分指标出现了“异常”的波动，尤其从 2018 年开始，房地产新开工、施工、竣工的数据出现了较为明显的“背离”情形，新开工数据保持较快的增速，反观竣工数据，整体增速水平明显弱于新开工数据的增速。

图 74：房屋新开工、施工竣工面积累计增速（%）



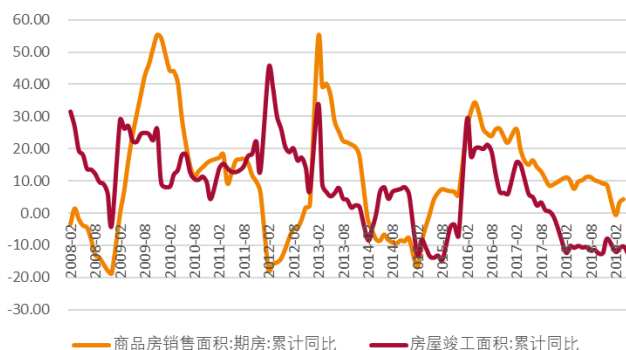
资料来源：wind，天风证券研究所

市场较为认同的解释主要基于本轮地产政策收紧过程中房企推行的“高周转”经营策略，多拿地、快开工、快预售、快回款、慢施工，在当前的情形下，有观点认为当前时点“赶竣工”正在酝酿，理由如下：

一、现行预售制度下期房销售比例增加，期房销售增速 2016-2018 年保持较好增长，即便按照两年的交房时限计算，2019 年将会迎来期房交付的高峰期，带动竣工量的回升。

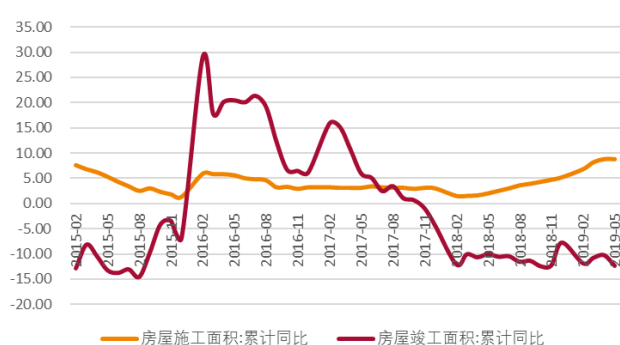
二、施工面积的稳步回升终将转化为竣工面积的增速回暖，竣工面积增速从 2017 年 11 月开始已经连续一年半负增长，施工增速已经开始稳步提升，竣工的转化迟早会到来。

图 75：商品房销售面积增速：累计同比和单月同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 76：房屋施工面积和竣工面积同比 (%)



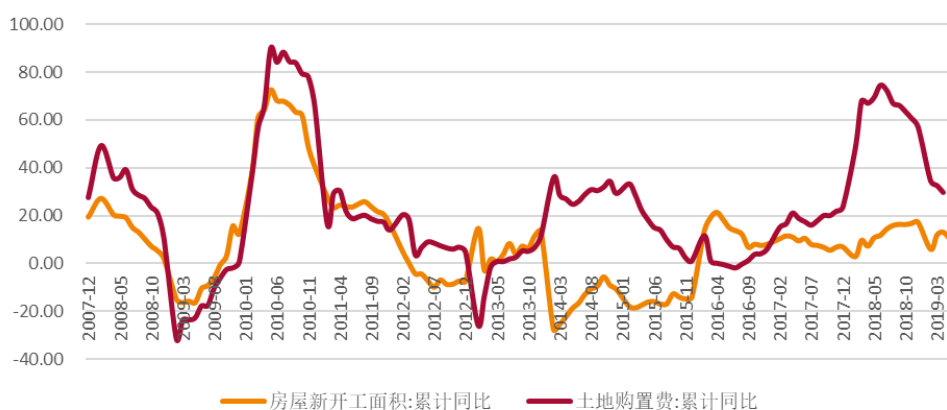
资料来源：wind，天风证券研究所

即便如此，“抢竣工”就一定会出现吗？我们认为还需要进行进一步的讨论，首先要讨论是否会出现抢竣工的情形，其次要讨论如果出现竣工回升其持续性将会如何。

竣工的回升我们判断大概率会在接下来的一段时间出现，部分期房交付时间的临近和自然工期的延续会使得竣工数据较目前有所改善；我们之后要讨论竣工数据回升的可持续性。

多项房地产数据历史上或许存在着较为明显的相关关系，或是领先指标，或是同步指标，但是随着近年来宏观政策、房企商业模式的变化，部分指标的相关关系出现了一定程度的失灵。然而，从房企自身经营的角度而言，有一项指标的相关关系确定性更强，就是**房企拿地和新开工的关系**，土地购置费作为房企投资的重要开支，其**增速趋势同房屋新开工面积增速的趋势或是同步指标或是领先指标**，后续施工的进度收到多种因素的影响，包括房企资金情况、对未来房价和销售情况的预期、对政策的走向预期等。

图 77：土地购置费累计同比与房屋新开工面积累计同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

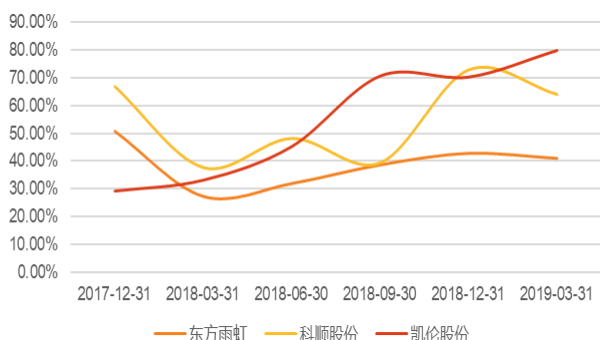
从月度数据来看，土地购置费累计同比数据在 2018 年 6 月达到同增 74.4% 的高位，随后的

数据增速回落一致持续至今，2019年5月已经大幅回落至27.2%的增速；房屋新开工面积增速19年5月也开始放缓，考虑到当前时点房企投资的首要动机是快速实现销售回款，房屋“抢开工”环节进入尾声后，开工的增速也将趋于回落，在当前房地产企业销售趋弱、资金压力偏大的背景下，房企销售回款完成后的进一步投资的能力和意愿也将有所趋弱。因此我们认为竣工数据即使出现回暖也将只是大概率的阶段性反弹，大的趋势依然向下，期待政策端变化带来的预期改善；但是对于后端需求占据主导地位的相关建材行业而言，其中的龙头公司或将迎来业绩拐点或是业绩加速释放的契机。

多数建材细分行业的需求同房地产行业的运行情况有较强的相关性，在房地产行业整体趋势向下的过程中，将会对后地产周期的建材行业的需求产生负面影响。不过我们同时应当注意到的是，部分建材细分行业具有较强的内生增长动能，使得部分公司仍然具有较好的成长性，值得我们重点关注。

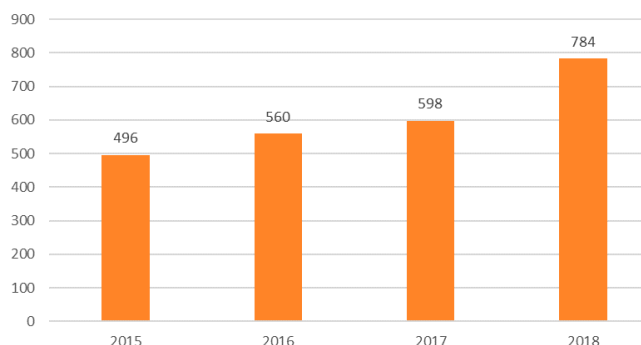
防水行业在建材行业中较为传统的一个细分行业，行业需求增速保持相对平稳的增长，然而从行业中上市公司经营业绩的表现上来看，包括东方雨虹、科顺股份、凯伦股份在内的公司都有非常亮眼的收入表现，收入增速整体保持在40%以上，其中科顺股份和凯伦股份2019Q1收入增速同比在60%以上，表现非常强势。我们认为防水行业在近几年房地产龙头企业集中度提升、落后产能退出、国标产品替代非标产品等趋势的影响下，市场集中度正在加速提升，对于行业领军企业来说其有效市场空间正在逐步扩大。

图 78：雨虹、科顺、凯伦近六个季度单季度营收同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

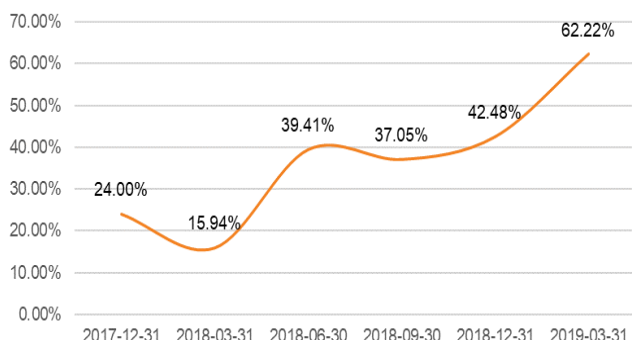
图 79：防水行业规模以上企业数量（个）



资料来源：中国建筑防水协会，天风证券研究所

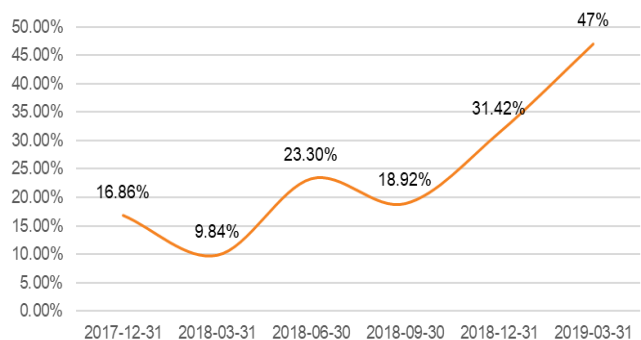
涂料行业上市公司三棵树、亚士创能的收入增速亦有不俗表现，相较于石膏板行业、防水行业、管材行业等建材细分行业，涂料行业的市场集中度还有非常大的提升空间，龙头企业的内生增长动能较强。

图 80：三棵树近六个季度单季度营收同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

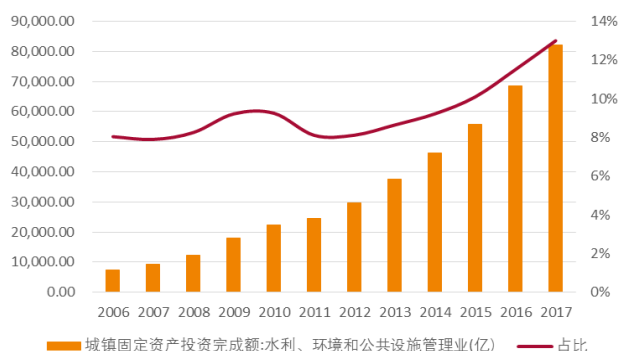
图 81：亚士创能六个季度单季度营收同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

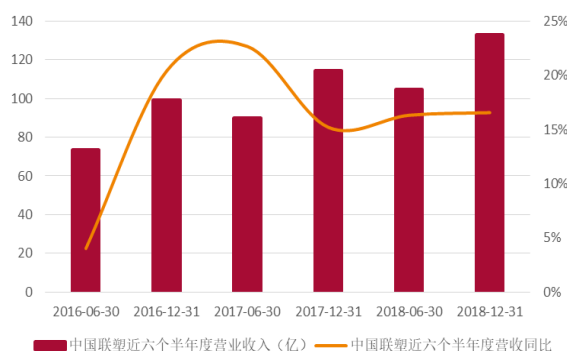
塑料管材行业整体正在经历需求结构的调整与变化，市政工程与农村建设有望为行业需求带来新的增量，从固定资产投资的结构来看，水利、环境和公共设施固定资产投资完成额占总体固定资产投资完成额的比重整体呈现出不断上升的趋势，利好塑料管材的需求。从行业龙头中国联塑的业绩表现来看，中国联塑 2018H2 的收入增速环比略有提升。

图 82：水利、环境和公共设施业固投完成额及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 83：中国联塑近六个半年度营收及同比

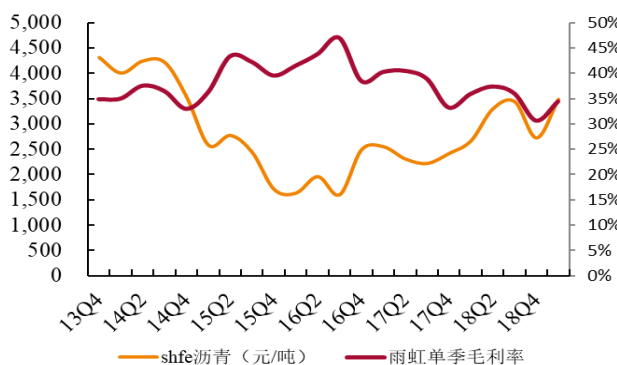


资料来源：Wind，天风证券研究所

6.2. 防水行业：推荐东方雨虹，关注科顺股份

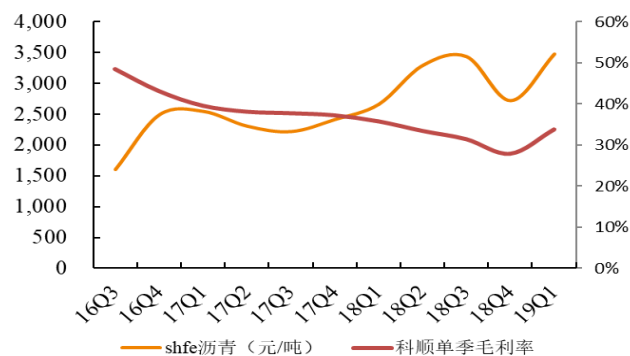
对于防水行业而言，沥青作为原材料，其价格的波动会直接影响企业的生产成本。以上市公司东方雨虹和科顺股份为例，其毛利率同沥青价格具有较为明显的反向相关关系。

图 84：东方雨虹单季度毛利率与沥青价格



资料来源：wind，天风证券研究所

图 85：科顺股份单季度毛利率与沥青价格



资料来源：wind，天风证券研究所

如果未来沥青价格中枢下行，对于防水企业而言成本压力将会有所降低，将会利好防水企业盈利。

图 86：华东地区重交沥青价格变动情况（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

推荐东方雨虹，关注科顺股份

东方雨虹 2018 年防水产品销售快速增长，其中防水卷材实现收入 73.19 亿元，同比增长 37%；防水涂料实现收入 39.76 亿元，同比增长 34%；工程施工业务实现收入 19.51 亿元，同比增长 38%。报告期内公司继续拓展业务规模，在杭州建德、河南濮阳、青岛莱西、四川德阳等地投资建设生产基地，完善公司防水、保温、建筑装饰涂料、砂浆等项目的布局，在环保整治、规范化经营、产品使用标准提升等因素下部分防水小企业退出市场，公司作为行业龙头企业有望进一步提升市场占有率。

盈利预测：预计公司 2019、20 年的归母净利润为 19.13 亿元、22.82 亿元，对应 EPS 为 1.28 元、1.53 元，对应 PE 为 14.6X、12.2X，维持“增持”评级。

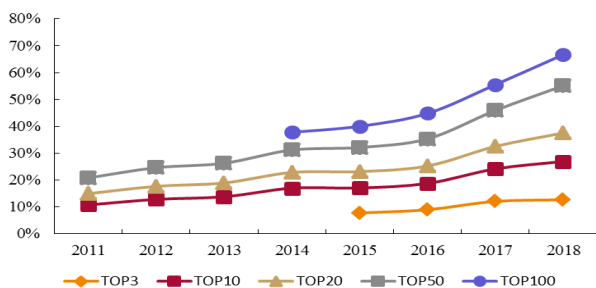
风险提示：原材料价格大幅上涨，应收账款坏账率大幅提升。

6.3. 瓷砖行业：关注帝欧家居

行业竞争加剧，龙头加速崛起。据统计，2018 年全国规模以上建筑卫生陶瓷企业 1644 家（五金卫浴企业除外），减少 110 家，同比下降 6.27%，全年主营业务收入 3771.58 亿元，下滑 25.23%；实现利润总额 236.7 亿元，同比下降 28.14%；全行业平均销售利润率为 6.28%，同比减少 0.22%；期末产成品库存 334.73 亿元，比去年同期增长 10.33%。其中：1265 家规模以上建筑陶瓷企业，137 家企业退出历史舞台，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%。2018 年帝欧家居、蒙娜丽莎净利润同比增长 20%、598%，行业市占率进一步提升。

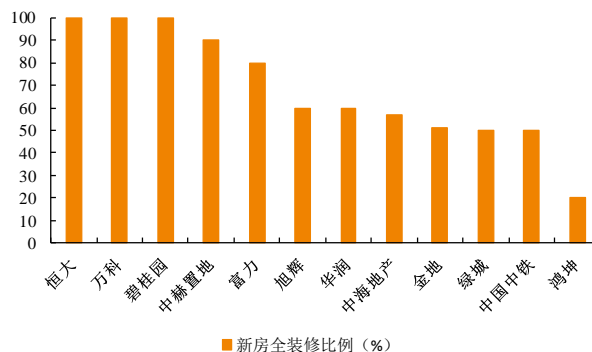
地产集中度提升叠加全装修政策推行，催化行业集中度提升。近来房地产行业企业集中度不断提升，随全装修要求逐渐落实，直接影响下游行业集中度提升。同时随全装修政策推广执行，单家企业的全装修业务量也在快速提升。国内排名靠前的几家大企业，全装修比例基本在 50%以上，根据产业信息网 TOP3 房企——恒大、万科、碧桂园全装修比例几乎都已达到 100%，预计直接推动建陶企业集中度提升。**环保趋严，环标加码，小产线面临淘汰境地。**

图 87：前 100 房企市销售额占率不断提升



资料来源：CRIC，天风证券研究所

图 88：主要地产商全装修比重 (%)



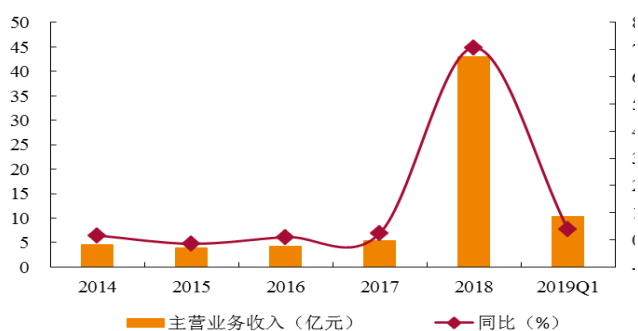
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

精选 B 端为主、品牌高端、高周转优秀的建陶龙头帝欧家居

帝欧家居全资子公司欧神诺为建陶龙头。**存量新增齐发力，工程端业务持续放量。**公司瓷砖业务保持高速增长趋势，借助多年来自营工程服务团队累积为集团采购提供优质的服务能力和完善的服务体系等丰富经验，不但继续保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户的合作份额大幅增长，还与新增客户雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等大型开发商重新构建了战略合作关系，深化促进公司快速发展。公司在工装市场上已占有主要市场地位。一方面伴随地产商集中度持续提升，头部效应加剧，公司合作的地产龙头企业市占率提升，带动公司工装业绩放量，另一方面背靠国家对 2020 年城镇化率将达到 60%、新开工住房全装修面积占比达 30%的明确规划，单一客户订单量存在继续挖潜的空间。

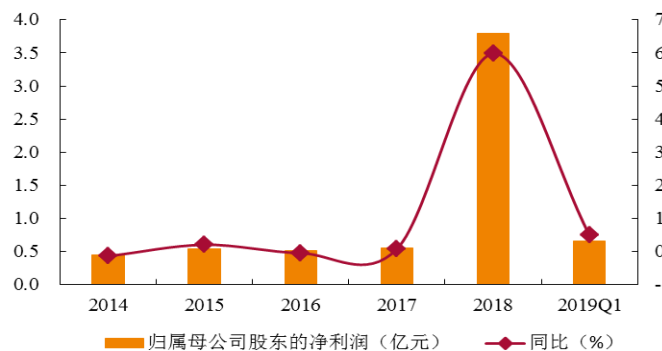
零售渠道下沉，研发实力雄厚。随着城镇化建设水平不断提升和人们对美好生活追求的消费升级，陶瓷行业产品也迈向高质量发展，新产品、新工艺、新技术更新周期不断缩短，凭借雄厚的研发设计实力，欧神诺始终定位于瓷砖的中高端市场，在业内树立了“绿色科技人文”的品牌形象。欧神诺在零售渠道方面采用多元化渠道布局与深耕，加速网点覆盖、实行通路与服务下沉：通过 1)“全面布网”细分县级空白点；2) 推动一、二线城市加快“城市加盟合伙商、智慧社区服务店”深度布局。欧神诺在广西投资建设了“欧神诺八组年产 5,000 万平方高端墙地砖智能化生产线项目”一期项目厂房已投入使用，随公司产能进一步释放，减少外协采购比重，规模效应凸显助力降本增效，进一步提升公司盈利能力。

图 89：2013 以来公司营收及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 90：2013 以来公司归母净利润及同比

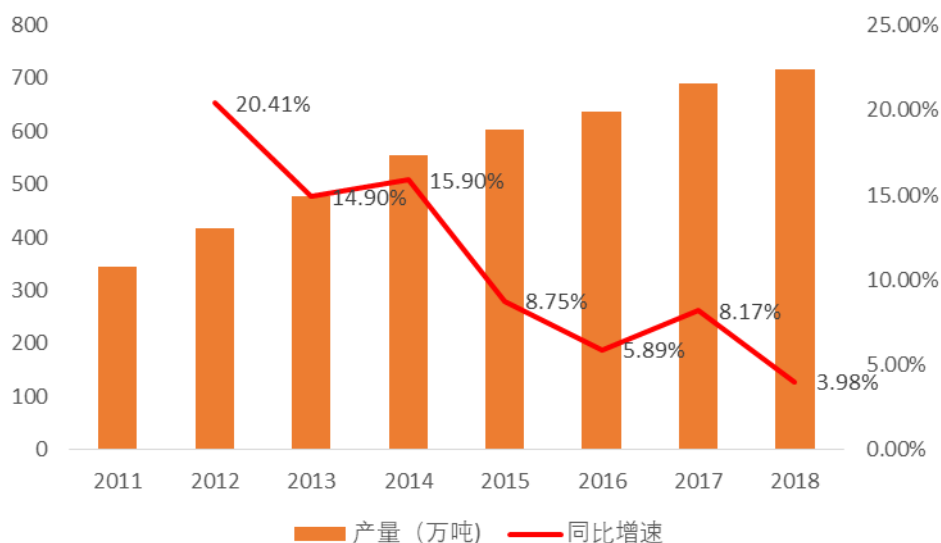


资料来源：Wind，天风证券研究所

6.4. 建筑涂料：行业稳增，国产品牌崛起

建筑涂料大类分为内墙和外墙，外墙漆和内墙漆的涂刷基本需要等其他项目施工完毕进行，是地产竣工端的最后一环，因此涂料的需求量与房地产竣工面积数据相关。根据国家统计局数据显示，1-5 月房屋竣工面积累计同比下滑 12.4%，直观来看，需求情况不容乐观，但是根据中国涂料工业协会数据显示，近几年我国建筑涂料产量增速保持稳定增长，2018 年达到 3.98%，在整体竣工需求较差的背景下，仍然实现了增长。我们认为涂料行业的整体需求不弱，首先是规模以上企业增速稳定，环保要求提升挤压小企业生存空间，规模以上企业不断提升市场份额，大企业都保持一定增长；其次我国既有建筑面积庞大，无论内外墙都有翻新需求，近期国务院部署推进城镇老旧小区改造，翻新需求进一步提升；最后农村需求开始起色，农村消费水平提升后首先改善的是刚性住房需求，从而带动涂料需求。

图 91：建筑涂料产量及增速



资料来源：中国涂料工业协会，天风证券研究所

建筑涂料行业当前呈现以下两个特点，首先是行业集中度逐步提升。涂料行业门槛较低，

小企业较多，随着近年来环保力度加大以及消费者对健康关注度的提升，在环保部等部门的推广下，与涂料相关的政策及法规推出，其中加强对水性涂料、粉磨涂料等绿色涂料的推广，高污染小企业缺乏科研能力，逐步退出市场，环保达标的大企业集中度有望提升。其次是国产涂料发展迅速，国产替代有望实现，2018 年全国涂料行业排名前 200 名中，中资企业的营收占比达到 57.84%，比 17 年提升 3.1 个百分点，利润占比更是达到了 60.18%，同比 17 年提高了 7.02 个百分点。长期来看，国内企业有望追上甚至超越国外涂料企业。

投资建议：**三棵树**：

(1) 工程漆增速高，B 端龙头地位再稳固

近年来公司大力开发工程端市场，工程漆主要是外墙漆，下游地产企业集中度提升显著，公司把握住趋势，与恒大等地产龙头加强合作。18 年年报显示公司与国内 10 强地产中的 8 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系，工程墙面漆销量同比大幅增加 61.28%，未来增速有望继续维持。

(2) “马上住”翻新需求旺

公司零售端稳步增长，其中“马上住”订单增长迅猛，我国存量建筑面积大，二次装修需求占比日益扩大，公司相应推出“马上住”业务，抓住重涂市场的机会。18 年实现订单 6.4 万单，同比 17 年增加 4.6 万单，该块业务有望提升公司 C 端业务。

投资建议：预计公司 19-20 年实现营业收入 47.58、64.69 亿元，归母净利 2.87、3.81 亿元，对应 PE 为 28X、21X 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格增加，房地产需求下降，经销商及地产大客户拓不及预期。

6.5. 塑料管材：B 端逻辑关注收入增速，存量博弈考验企业本质

塑料管材行业一直以来存在“大行业小公司”的特点，龙头市占率提升逻辑可持续，尤其在行业增速放缓背景下，格局容易出现更深层次的变动。2018 年行业增速相对 2017 年缩减 3 个百分点，达到近年最低，行业层面呈现继续过剩、竞争加剧、缓慢增长的发展态势。

龙头增速是否领先行业是重要观察变量，例如 2018 年伟星新材产量增长高于行业整体，管道产品销量 21.4 万吨同比+7.76%，产量 21 万吨同比+6.13%，同期塑料管道总产量约 1567 万吨，同比仅+ 3%。面对行业景气下行，2018 年伟星新材已经做出具体应对，例如管理、生产与销售体系梳理，承接双轮驱动明确零售、建筑工程、市政工程三大业务线。其中，零售业务三大片区组织架构优化，截止报告期末零售网点 25000 余个，高筑渠道壁垒，配套“星管家”持续提升客户粘性，防水业务加速推进、蓄力成长。**工程业务顺应时势进一步细分**，工程有效增长的同时并未放松应收管控，期末应收账款及票据占收入比例 7.33%，近 3 年稳定在低位。

图 92：公司 2013-18 年营收及同比情况

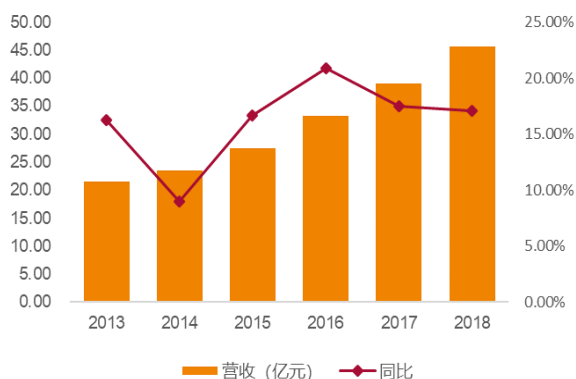
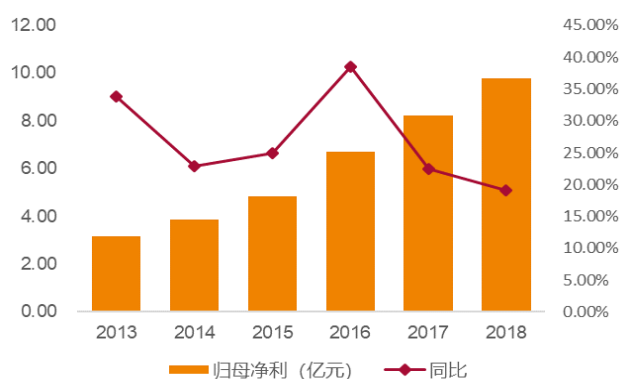


图 93：公司 2013-18 年归母净利及同比情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们预计伟星新材下游分类中, 零售、工程、地产比例分别为 70%、20%、10%, C 端占比最大, 下游产业链短, 对于塑料水管这类高度同质产品, 单从产品角度消费者很难区分, 品牌需要主动营造产品形象, 营销路径的最终目的是让消费者主动做出产品选择甚至做主动传播。

我们再次强调公司精细化管理能力与营销渠道构建能力的特殊意义, C 端基因可看长期。塑料管材在产品差异非核心因素背景下, 营销体系构建是区别于竞争对手的利器。“星管家”服务模式不仅具有先发优势, 同时突破管理难度, 服务体系、安装体系、检查体系在业内有口皆碑, 模仿高难度体现在投入的时间成本、管理成本与见效速度的权衡, 体现高端品牌化与物美价廉两类经营理念的差异。

图 94: 伟星新材提供全国试压服务



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 95: 伟星新材星管家服务树立品牌形象



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

我们更新未来关注点:

- (1) 建筑工程业务增速可观, 精选项目保持较高毛利水平, 对冲 C 端放缓;
- (2) PPR 非核心市场增速加快, 渠道拓展进程保持, 西安工厂投产西部区域贡献;
- (3) 扩品类进入防水、净水领域, 家装防水供给格局较好, 未来发展空间较大;
- (4) 经销体系改革领先其他消费建材企业, 零售能力参考白酒、家电行业;
- (5) 无有息负债, 现金流健康, 以及长期稳定高分红等特点受价值投资青睐。

6.6. 石膏板: 关注北新建材

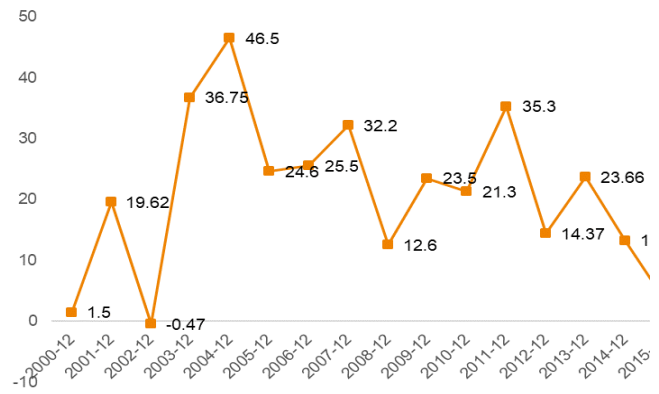
我们认为当前行业已经呈现出, 高低分化、龙头扩张、抢夺份额, 同时又存在应用拓宽、焕发成长的趋势。从 2015 年 11 月开始统计局已不再公布石膏板行业数据 (规模以上), 我们依然可以通过公开数据观察过往表现。定量角度看, 时间倒回 2001 年, 石膏板累计产量同比开始两位数增长, 在 2002、2005、2008、2012、2015 年经历周期波动。

图 96: 石膏板月度累计产量同比增速 (%)

图 97: 石膏板年度累计产量同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所（蓝线代表 10%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

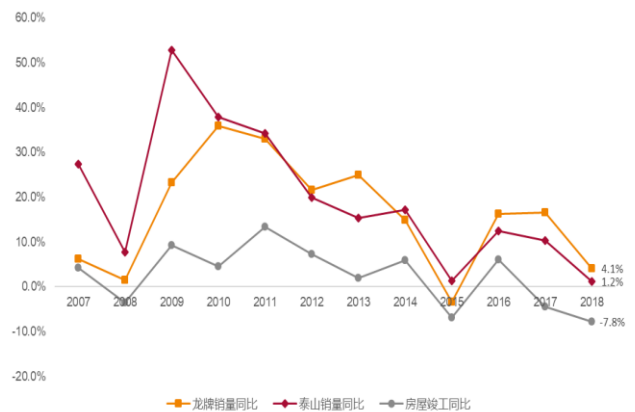
石膏板作为装修材料，需求与地产直接挂钩。石膏板用于公用及家用吊顶、隔墙，装修属于地产后周期，一般遵循拿地-开工-预售-竣工-装修的产业顺序，因此使用竣工数据观察石膏板需求是行业惯例。即使后期行业数据未公开，按照过往数据表现和产业逻辑，也可以推测出 2018 年以来石膏板需求承压，并从龙头销量表现中得到验证：我们将龙牌、泰山年度销量增速与房屋竣工面积增速做对比，相关性较为明显，2018 年房屋竣工面积增速继续下探，龙牌、泰山石膏板销量增速也由上年的两位数下降为 4.1%、1.2%。

图 98：石膏板产量累计增速与房屋竣工面积累计增速对比（%）

图 99：龙头企业石膏板销量同比与房屋竣工面积累计增速对比（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所（蓝线代表 10%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2018 年以来竣工增速受地产资金紧张延长工期的压制，前端销售增长并未在后端体现。竣工第一个逻辑是，销售向竣工传导，竣工回暖，装修回暖，石膏板等装修材料销量直接受益。但显然这份回暖迟迟没有体现，形容为“筑底”更为合适。我们认为下半年需求有望向竣工端传导。

今年以来，北新建材两次公告新建石膏板产能，一次是 3 月中旬公告拟 1.456 亿元投建泰山石膏在湖北宜昌新投产产能 5000 万平产线，另一次是 4 月底公告拟投资 1.4 亿元在山西朔州投资建设 3000 万平方米纸面石膏板及年产 5000 吨轻钢龙骨生产线。结合 2018 年报等公告，整理在建/拟建项目 11 个。

表 13：北新建材在建/拟建项目整理（部分）

主体	项目名称	地点	预算数/投资数	工程进度	规模（万平）
北新	北新建材（天津）石膏板项目	天津	203,670,000.00	90%	
北新	北新建材（昆明）石膏板项目	云南昆明	119,300,000.00	95%	
北新	北新建材（井冈山）石膏板项目	江西井冈山	83,880,000.00	85%	

北新	北新建材（湖南）石膏板项目	湖南	117,820,000.00	19%	
泰山	泰山石膏（涡阳）石膏板项目	安徽亳州	168,317,300.00	90%	
泰山	泰山石膏（忻州）石膏板项目	山西忻州	117,415,200.00	前期开工准备	
北新	坦桑尼亚一期石膏板项目	坦桑尼亚	65,412,000.00	前期开工准备	
北新	北新建材（朔州）石膏板项目	山西朔州	139,360,000.00	4月公告	3000
梦牌	安徽万佳	安徽宣城			4000
泰山	泰山石膏（宜昌）石膏板项目	湖北宜昌	145,600,000.00	3月公告	5000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截止 2018 年底石膏板产线 70 余条，设立北方公司、东北公司、西北公司、西南公司、华中公司、南方公司、华东公司覆盖全国，产能 24.7 亿平，2017 年底为 21.82 亿平。

产能扩张是首选，但并不是放弃新领域拓展。“相互成就”体现在，一方面龙头引领行业向精装模式探索、向家装领域渗透，拓宽石膏板应用边界，另一方面龙头实现自我突破的同时，制定新兴领域的行业规则，稳固地位，积极蓄力并焕发新一轮成长。

我们建议关注精装房趋势对石膏板的正面影响。北新建材①无需面对零售转工程的商业模式切换；②如有价格让步相对零售企业降价幅度小，性价比优势有望抢夺零售端份额。③ B 端采购（地产商或装修公司）会更关注质保能力、供应能力、资金实力，也是龙头企业优势所在。

此外，关注品牌“拔高”，高端路径拓宽利润空间，促进制造属性向消费属性转变，以及“量本位”到“利本位”的过渡。隔墙渗透需要时间，纸面石膏板在低能耗、环保、耐火、隔音隔热等方面具有比较优势，耐心等待消费者认知、行业施工方式改变。

当下提示接受“业绩底”，关注三大逻辑支撑未来业绩向上：竣工传导逻辑，大地产商竣工加快，行业需求尤其是符合北新定位的中高端需求有望增长；住宅渗透逻辑，精装趋势对北新正面影响；市占率提升逻辑将贯穿全年。此外，我们看好公司强化形象，致力品牌“拔高”，以及龙骨业务的成长贡献。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

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