

建筑材料

需求韧性犹存，行业盈利中枢继续维持高位

——建材行业6月数据点评

评级：增持（维持）

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

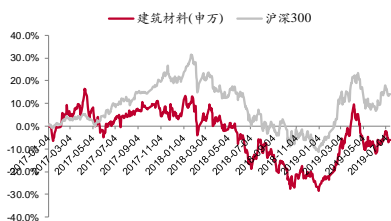
研究助理：孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数 82
行业总市值(百万元)
行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
海螺水泥	41.23	2.99	5.63	6.04	6.08	13.7	7.33	6.83	6.78		买入
旗滨集团	3.67	0.43	0.45	0.46	0.47	8.63	8.17	8.03	7.76		增持
华新水泥	20.35	0.99	2.47	3.08	3.09	20.5	8.24	6.60	6.58		增持

投资要点

■ 事件：国家统计局公布了2019年5月建材工业及宏观运行的数据：
行业数据：

■ 水泥：2019年6月水泥单月产量20986万吨，单月同比上升6.0%；1-6月累计产量104469万吨，累计同比上升6.8%。

■ 玻璃：2019年5月平板玻璃单月产量8210万重量箱，单月同比上升9.7%；1-6月累计产量46217万重量箱，同比提高6.8%。

地产数据：

■ 2019年1-6月份，全国房地产开发投资61609亿元，同比增长10.9%，增速比1-5月份回落0.3个百分点。

■ 1-6月份，房地产开发企业房屋施工面积772292万平方米，同比增长8.8%，增速与1-5月份持平。其中，住宅施工面积538284万平方米，增长10.3%。房屋新开工面积105509万平方米，增长10.1%，增速回落0.4个百分点。其中，住宅新开工面积77998万平方米，增长10.5%。房屋竣工面积32426万平方米，下降12.7%，降幅扩大0.3个百分点。其中，住宅竣工面积22929万平方米，下降11.7%。

■ 1-6月份，房地产开发企业土地购置面积8035万平方米，同比下降27.5%，降幅比1-5月份收窄5.7个百分点；土地成交价款3811亿元，下降27.6%，降幅收窄8.0个百分点。

■ 1-6月份，商品房销售面积75786万平方米，同比下降1.8%，降幅比1-5月份扩大0.2个百分点。其中，住宅销售面积下降1.0%，办公楼销售面积下降10.0%，商业营业用房销售面积下降12.3%。商品房销售额70698亿元，增长5.6%，增速回落0.5个百分点。其中，住宅销售额增长8.4%，办公楼销售额下降12.5%，商业营业用房销售额下降10.0%。

■ 1-6月份，房地产开发企业到位资金84966亿元，同比增长7.2%，增速比1-5月份回落0.4个百分点。其中，国内贷款13330亿元，增长8.4%；利用外资43亿元，增长51.8%；自筹资金26731亿元，增长4.7%；定金及预收款28465亿元，增长9.0%；个人按揭贷款12806亿元，增长11.1%。

基建数据：

■ 2019年1-6月份，全国固定资产投资（不含农户）299100亿元，同比增长5.8%，增速比1-5月份提高0.2个百分点。从环比速度看，6月份固定资产投资（不含农户）增长0.44%。

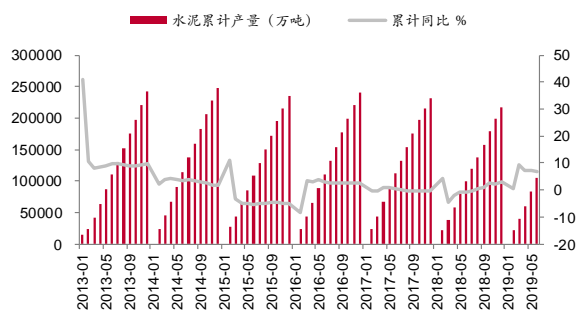
■ 1-6月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，增速比1-5月份提高0.1个百分点。

- **水泥行业数据点评:**
- **6月单月水泥产量增速同比保持6.0%的增长,1-6月水泥累计产量同比上升6.8%。结合钢材产量、库存及下游实际消费量,我们认为下游需求依然维持强劲是水泥产销量持续维持高位的原因。**地产端,从水泥主要的消费场景看主要在新开工和施工端,新开工增速在去年较高的基数上1-6月依然维持了10.1%的增长,与此同时,高新开工逐步传导至施工端,整体的房地产投资数据依然维持较高的增速,地产端对水泥的需求拉动韧性较强。基建端,2019H1 财政支出加快发力,基建持续托底,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.1%,受制于地方政府隐性债务扩张约束,向上弹性依然有限。从主流企业的水泥出货量看,我们认为6月长江流域龙头企业产销量基本持平,西南地区依然维持增长,北方地区由于限产放松以及需求回暖导致6月依然有增长,而湖南湖北以及两广地区由于天气原因需求同比小幅回落。
- **从价格看,6月水泥价格延续高位运行,全国水泥价格基本与去年同期持平。水泥仍然是“存量时代”下的“最强周期品”,核心原因在于存量时代下,水泥行业的“供需缺口”是最容易产生的,而成本曲线也是周期品中相对陡峭的:**1)水泥的需求较为刚性2)作为短腿区域化无库存产品,企业对需求的观测能力极强3)开关成本低,企业对产能的调节能力天然有优势4)行业存量乃至减量博弈的背景下,区域水泥企业间的“默契”形成是必然,即“价在量先”5)原材料价值重估与自发的停产推升熟料价格,同样也结构上异化了行业成本曲线。**上周,淡季沿江熟料价格首降20元/吨,下调后长江中下游价格仍然维持在400元左右高位水平,与去年同期基本持平,高位稳定或成常态。**我们与主流企业进行了交流,淡季水泥企业仍然会有序安排生产,控制库存,如果华东梅雨季节前后需求不出现明显回落,熟料下降幅度将有限;与此同时低库存水平下,后续旺季熟料价格仍然将呈现小幅上涨态势(超预期的因素与往年相同,仍然是环保压力和能耗压力导致的临时停产)。从企业定价心态来看,水泥\熟料价格历经两年暴涨,在年初政府对水泥价格的关注之下,企业对价格持续大幅上涨保持谨慎;但是从供需关系上看,存量博弈的大格局以及水泥的同质性区域性属性,导致在需求不大幅下滑的前提下,价格高位维持稳定将会是常态。
- **从年内预期差角度看,西北区域和广东区域值得关注。**开年以来货币环境相对宽松,尤其是财政发力明显;专项债融资的预先放松叠加大量区域建设规划为基建能力端保驾护航。**西北区域**受基础设施建设和政府投资影响较大,陕西、新疆、甘肃1-5月水泥产量同比均增长明显(5月新增增幅达到21.7%以上),且固定资产投资、房地产新开工等均有明显增长。我们认为区域内的水泥企业(**天山股份、祁连山、西部水泥**)将受益于需求端回暖带来的弹性,而市场对区域内情况预期尚不明晰。**广东地区**1-5月水泥产量呈现3%左右的下滑,核心原因是上半年雨水天气较多(我们粗略统计比去年上半年多30天左右),但是整体需求刚性仍然较强(1-5月固定资产投资10.7%,房地产投资13.3%,均超过全国平均水平);从这一点看,我们认为广东区域的需求随着下半年天气晴好,是有可能超预期释放的。而广东水泥行业定价较为市场化,因而上半年水泥价格表现疲软,一旦下半年需求出现回暖,价格是具备上涨动力的;区域内龙头企业(**塔牌集团,华润水泥**)盈利端的预期差值得关注。

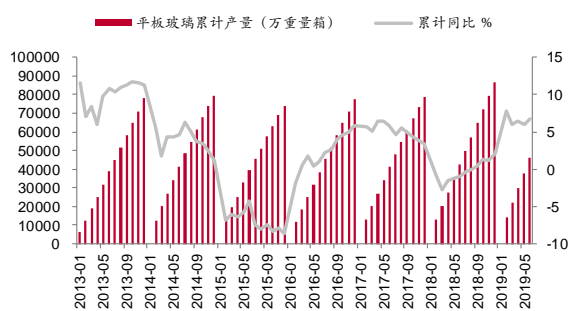
- **玻璃行业数据点评:**
- **2019年1-6月玻璃产量同比增加6.8%**，主要是由于产能的基数效应造成的。从在产产线数量看，由于2017年末沙河环保大幅趋严，大量产线进入冷修导致2018年1-6月在产产线仅222条-227条，而2019年1-6月在产产线数量为230-234条，在产产能同比增加。
- **地产“高期房销售+低库存”现状对玻璃需求提供支撑。**近年地产销售和新开工的高增速与竣工增速出现了较为明显的背离；而近年地产销售高增中期房占比的显著提升，已然积累了较多竣工交付的压力，虽然迟来但是终究会出现回补，2019年下半年逐渐均值回归的可能性较高。由于玻璃主要运用的场景在竣工之前，如果施工环节整体回暖，玻璃的需求将具备一定的支撑，在近3个月的宏观数据上已经看到施工端的增速开始回暖，下半年玻璃需求回暖的逻辑支撑逐步得到验证。从施工数据看，1-6月同比增长8.8%，增速与1-5月持平。高施工增速将逐步传导至玻璃安装，玻璃需求韧性较强。
- **在产产能新增与冷修复产较多，潜在的冷修事件性冲击有望抵减新增/复产的产能增加。**截至2019年6月上旬，全国浮法玻璃在产产线234条，合计日熔量92250万重量箱，处于历史较高位置。从新点火产能看，2019年1-6月共3条，合计日熔量1950吨；冷修复产产线增加较多，1-6月增加8条合计日熔量5550吨；而进入冷修的产线1月有4条，5月有1条，6月有6条，这11条产线总计日熔量8550吨。6月中旬邢台玻璃限产虽然未完全有效落实，但类似事件的冲击可能会在环保压力更大的时候进一步发酵。环保事件的冲击无法预测，但从此次邢台的治理力度看，我们认为环保的力度并没有实质性削弱，后续若其他地区继续出现类似的事件性冲击，则有望强化供给端的收缩力度，届时景气度有望大幅提升。
- **期待冷修高峰期与竣工修复的共振。**浮法玻璃行业确实进入冷修高峰期，但产线是否进入冷修的考虑因素较多，包括窑龄、冷修成本、即时盈利、行业淡旺季、对未来景气的预期等等。目前看，企业的窑龄确实进入了冷修的高峰期，由于耐火材料的选择不同，玻璃窑炉的窑龄通常在6-10年，若选择较差的耐火材料一般支撑6-8年，而较好的耐火材料则冷修期在8-10年，这仅仅是理论上的冷修周期，通过窑炉的修补通常都能够再延续1-2年甚至更长，这导致了冷修大周期具备一定不确定性，但是越往后冷修大周期的确定性越强。从冷修成本看，由于耐火材料价格的大幅上涨，冷修成本大幅上涨约3000-5000万元，企业不愿意进入冷修，而是通过不断热修尽量延长窑炉的使用寿命。从行业淡旺季看，目前是平淡期，后续9-11月是需求的高峰期，企业若选择冷修也会尽量拖到今年的旺季后。因此，我们认为，从供给周期看，在供给端没有大幅的外部扰动（例如17年沙河环保关停9条线的影响）的情况下，由于供给端新增和冷修复产产线较多，今年的旺季将不太旺。而明年的淡季如何，将取决于届时企业的冷修意愿，从窑炉冷修的周期看，我们认为大规模冷修的周期有望在明年春节看到，届时若需求端韧性依然较强，可能会出现阶段性的行业高景气。

投资建议:

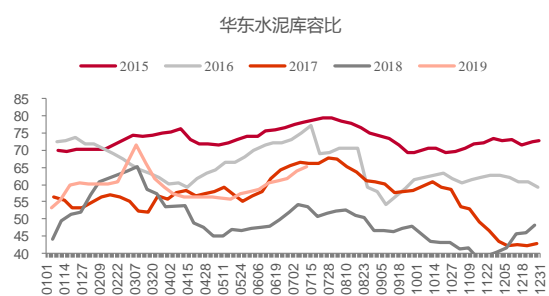
- **虽然投资数据增速出现了回落，但由于供需周期两端均出现的明显变化，近年周期品投资框架与历史有着明显的不同，经济数据的走弱并不代表周期品没有投资机会：**1) 逆周期调节下，需求端总量的波动性收窄，再度扩张与大幅下滑的可能性相对较小；2) 产能未有增长，需求总量相比投资数据增速更有意义；同时行业格局逐渐稳固，较多企业资产负债表修复明显。因而从行业盈利运行的情况来看，中枢普遍较历史上有所抬升，且由于行业集中度提升，市场对于工业品阶段性盈利的不确定性担忧反而较需求扩张周期有所减轻；预期成为扰动周期品表现的核心因素。而2019年以来，需求预期扑朔，外部扰动频发，历史上“顺周期”的周期品投资难度越来越大。
- **新常态下“逆周期”思路的周期品投资可能创造惊喜：**由于企业资产负债表修复较好，且龙头企业的行业地位不断增强，我们认为对于龙头企业而言资产端的价值评估相对较为明晰；且随着A股资金属性和结构的变化，周期龙头企业（尤其是有能力进行分红的企业）反而能于预期悲观时寻找到中长期极高的风险补偿。当前时点，淡季渐近且5月经济数据平淡，外部预期不明朗，市场震荡盘整，周期建材板块估值相较前期有所回落；而外部压力之下货币、信用环境很难明显收紧，后续的需求可能仍然具有极强韧性；同时水泥等供给端控制仍然较严格，产品价格仍有可能淡季不淡；后周期龙头企业由于行业仍然分散，在地产投资尚未走弱的环境下持续攫取市场份额，提升集中度。因而**在早周期需求仍有支撑、后周期需求有望回暖的背景下，我们依旧维持年初“结构性”三条主线；在市场情绪生变的环境下，较多资产能找到中长期维度上更好的风险补偿，配置具备较高安全边际；同时阶段性博弈短期外部压力下经济的托底预期：**
- **1、新旧动能转换依旧依赖充裕造血动能，旧经济不会被弃之敝屣。**短期看地产投资强度韧性仍未回落，信用拓宽、基建适度发力对冲，行业整体供给端控制较好，“淡季不淡”。水泥行业盈利韧性仍强，**区域建设品种受益（天山股份 祁连山 冀东水泥 西部水泥 塔牌集团等）；资产负债表修复较好的龙头价值属性持续提升（海螺水泥 华新水泥 塔牌集团）。**
- **2、高期房销售为竣工环节需求总量提供韧性；且中期看，大多数品牌建材的市场容量天花板较高，行业格局仍然在快速集中，中期来看行业龙头持续提升份额乃至重塑行业竞争格局的可能性较强。建议关注后周期相关品种（东方雨虹 北新建材 旗滨集团 三棵树 伟星新材等）。**
- **3、成长板块中，玻纤的供给压力有望在3季度后逐步缓解，价格逐渐磨底，龙头将寻找到较好的配置机会。石英玻璃中长期赛道较好，将受益国产替代大趋势（中材科技 菲利华 中国巨石）**
- **风险提示：**房地产、基建投资低于预期，宏观经济大幅下滑，供给侧改革不及预期、政策变动的风险

图表 1: 水泥累计产量 (万吨)


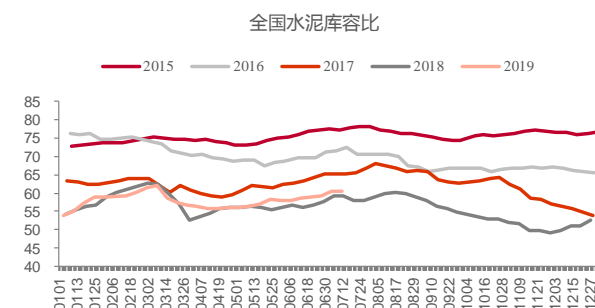
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 玻璃累计产量 (万重量箱)


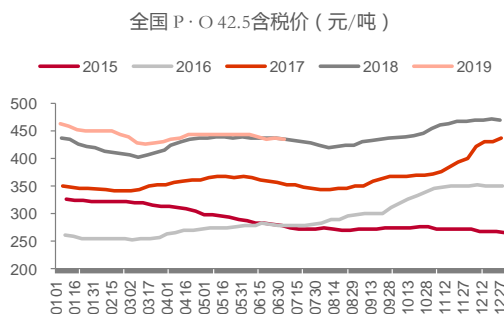
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 华东水泥平均库容比


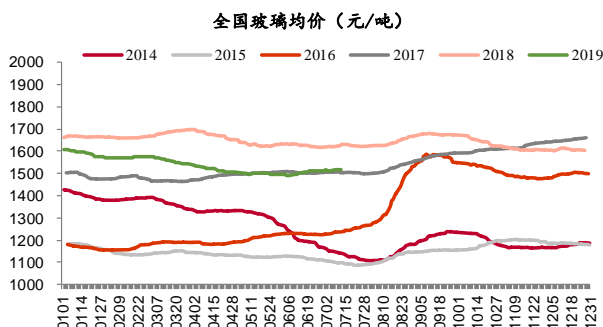
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 4: 全国水泥平均库容比


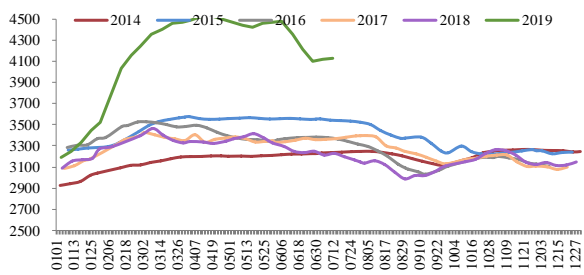
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 5: 水泥价格


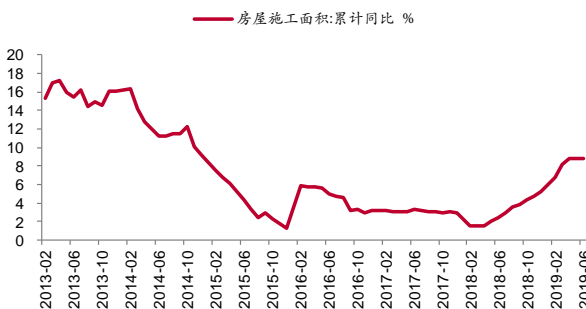
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 6: 玻璃价格


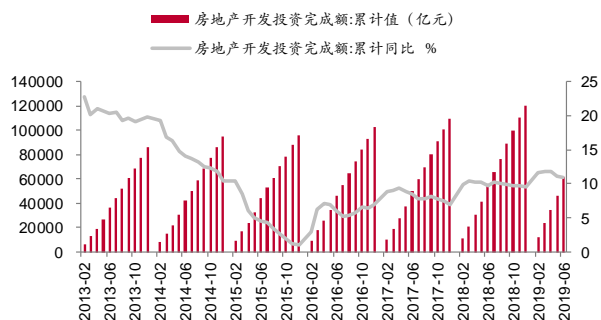
来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 7: 玻璃库存


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 房屋施工面积


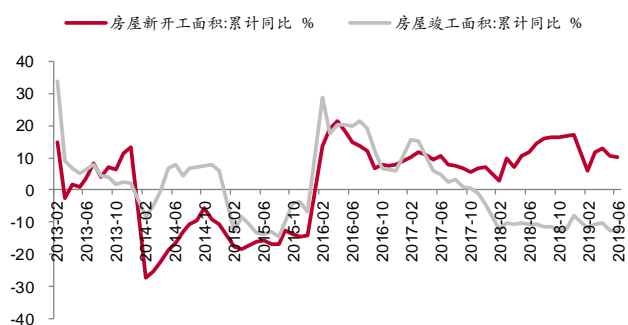
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 房地产开发投资


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 房地产企业资金来源

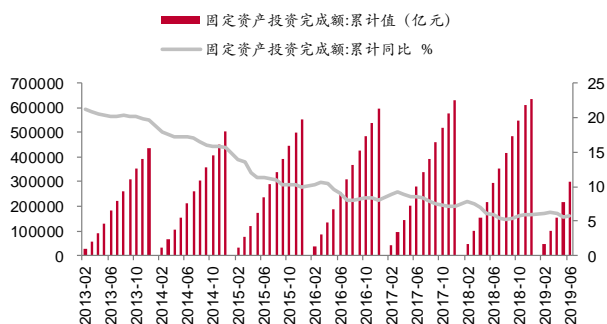

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 新开工面积&竣工面积


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 商品房销售面积


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 固定资产投资


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 基建增速


来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。