

# 建筑材料

证券研究报告  
2019年07月15日

## 水泥保持高增，消费建材关注行业筑底与B端逻辑

**水泥：**1-6月全国水泥累计产量10.45亿吨，同比增长6.8%，去年同期为下降0.6%；其中，6月单月产量2.1亿吨，同比增长6%。

**点评：**无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求呈现较高幅度增长，我们判断原因包括：1) 房地产新开工、施工面积增速依然强劲；2) 北方需求同比去年显著改善；3) 2018年新增产能影响；4) 部分区域基数影响，例如去年长江水环境治理影响码头运输进而导致安徽沿江部分水泥产线关停。同时受季节性影响，6月单月环比下降7.5%。

**下游需求角度看，**1-6月固投（不含农户）同比增长5.8%，增速比前值提高0.2个百分点，6月单月环比增长0.44%。直接影响水泥需求的地产和基建保持增长，房屋新开工面积累计同比增长10.1%，增速比前值下降近0.4个百分点，6月单月同比增长8.89%（前值4.02%）。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，1-6月累计同比增速8.8%，与前值持平，6月单月同比增长9.52%（前值10.37%）；除2019年外，前次累计增速超过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4.1%，增速比前值提高0.1个百分点；道路、铁路投资增速分别为8.1%、14.1%，增速比前值分别提高1.9、回落1个百分点。

**行业供给角度看，年中限产超预期。**5月下旬以来，多地推出错峰计划，华北、西北、东北水泥价格经历推涨，6月中旬南方地区正常开启季节性回落，7月中上旬开始第二轮降价，预计淡季降价幅度可控。近期多家水泥企业发布2019半年报业绩预增公告，整体表现靓丽。

**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，盈利稳定性有望超预期。水泥板块投资，我们建议从需求确定性与业绩弹性两个维度切入。**我们看好北方弹性充足，推荐关注天山股份、冀东水泥、祁连山。南方供需格局继续改善，尤其需求强区量价齐升，建议关注海螺水泥、上峰水泥、华新水泥。

**玻璃：需求变化有待验证，短期价格企稳向上。**6月全国平板玻璃产量8210万重箱，同比上升9.7%，环比5月增速增加3.6个百分点；1-6月累计产量4亿6217万重箱，同比上升6.8%。

**点评：**据中国玻璃期货网数据显示，19年6月末产能9.24亿重箱，产能同比下降1.1%。18年玻璃产线复产超预期，导致玻璃产能恢复较多，因此整体产能基数在18年下半年逐渐走高，受高基数影响，今年玻璃产能整体较低，供给端收缩比例将逐渐显著。整个6月份全国玻璃产线共冷修了7条线，合计减少产能4800吨日熔量，没有新增和冷修复产产能，符合我们之前对19年是冷修大年的判断，叠加新建产线受供给侧改革难有较大增幅，因此整体供给趋于平稳收缩态势。

2019上半年的高库存的情况在6月份有所缓解，相比较5月份库存环比下降了300万左右重箱，价格也从5月份底部上涨了近20元/吨，主要还是供给端的下降导致库存压力减小；同时整体供给的减少也降低了上游纯碱的需求量，纯碱价格也明显下降，短期看玻璃价格提升，成本端价格下降，企业获利情况将会有一定改善。当前市场主要还是关注需求的改善情况，前端看地产新开工端、销售端平稳下滑，保持着韧性，后端竣工端还没有看到明显改善，前端的成长在当前地产企业的高周转模式下向后端传导不是很顺畅，短期可能不会明显回升，中长期看竣工数据有望逐步抬升。当前虽然玻璃价格有一定改善，主要还是供给端的贡献，如果需求能开始有起色，有望共振抬升玻璃价格，因此需求的改善情况还需要后期逐步验证。

**消费建材：关注B端逻辑与行业筑底。**1-6月房屋竣工面积累计同比下滑12.7%，降幅比前值扩大0.3个百分点，占比约70%的住宅竣工面积下滑11.7%，降幅比前值扩大0.8个百分点。1-6月房屋施工面积累计同比增长8.8%，与前值持平，并且，从月度累计增速角度看，当前较2015年以来的低速状态有明显改善。此外，1-5月建筑及装潢材料商品零售额同比增长3.6%，比前值下降0.6个百分点，15个品类中排名第10（前次为第10）。

**点评：竣工与建筑装潢材料零售表现持续承压，我们建议关注3个方面，一是景气底部龙头加速整合行业，二是精装趋势与集采模式下，B端增速快于C端零售，订单增幅与应收把控成为焦点，三是施工向竣工端传导。**相关标的包括，东方雨虹（新开工景气延伸+份额成长+融资环境改善），帝欧家居（高增长+精装渗透+B端赛道），三棵树（赛道宽+高增长），伟星新材（建筑工程扩张+区域延伸+C端基因长期护城+品类拓展），北新建材（竣工传导预期+市占率提升+精装渗透+高端品类渗透）。

**风险提示：**基建项目水泥用量不及预期，供给格局变动不及预期。

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

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

时奕 联系人  
shiyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:水泥半年报业绩向好，继续关注业绩超预期品种》 2019-07-14
- 2 《建筑材料-行业投资策略:关注需求主线，把握核心龙头》 2019-07-10
- 3 《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

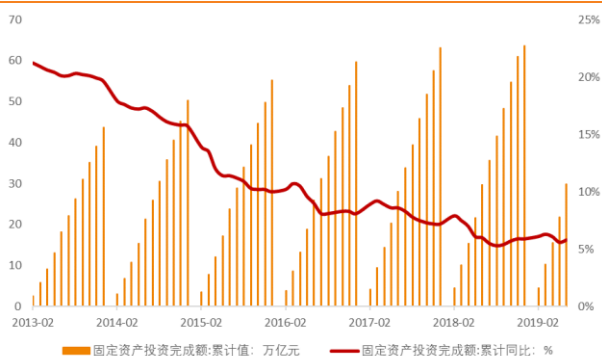


## 1. 水泥：保持高增长，关注地产韧性与基建回升

1-6月全国水泥累计产量10.45亿吨，同比增长6.8%，去年同期为下降0.6%；其中，6月单月产量2.1亿吨，同比增长6%。无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求呈现较高幅度增长，我们判断原因包括，1) 房地产新开工、施工面积增速依然强劲；2) 北方需求同比去年显著改善；3) 2018年新增产能影响（新增熟料产能2043万吨）；4) 部分区域基数影响，例如去年长江水环境治理影响码头运输进而导致安徽沿江部分水泥产线关停。同时，受季节性影响，6月单月环比下降7.5%。

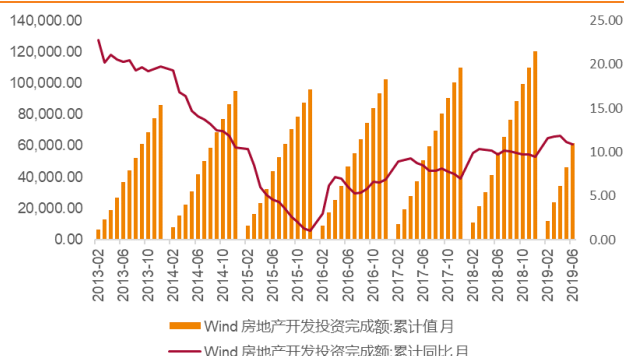
下游需求角度看，1-6月固投（不含农户）同比增长5.8%，增速比前值提高0.2个百分点，6月单月环比增长0.44%。直接影响水泥需求的地产和基建保持增长，其中，房地产开发投资继续保持较快增速，1-6月累计同比增长10.9%，比前值下降0.3个百分点。房屋新开工面积累计同比增长10.1%，增速比前值下降近0.4个百分点，6月单月同比增长8.89%（前值4.02%）。近年来施工增速持续低迷，进入2019年加速明显，施工逻辑可持续，1-6月累计同比增速8.8%，与前值持平，6月单月同比增长9.52%（前值10.37%）；除2019年外，前次累计增速超过8%的时点发生在2014年12月（累计同比9.2%）。基建投资不含电力口径同比增长4.1%，增速比前值提高0.1个百分点，比2018年全年增加0.3个百分点，道路、铁路投资增速分别为8.1%、14.1%，增速比前值分别提高1.9、回落1个百分点，2018全年增速为8.2%、-5.1%。

图 1：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



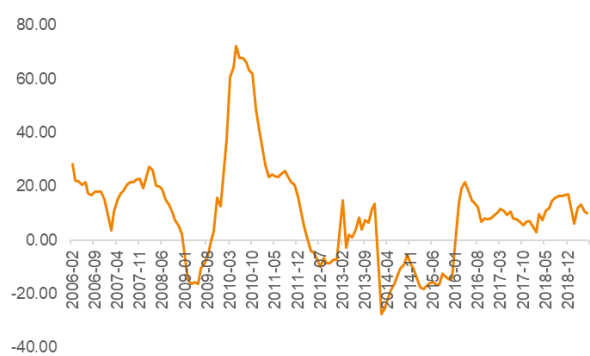
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：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 3：全国房屋新开工面积累计同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

行业供给角度看，年中限产超预期。5月下旬以来，多地推出错峰计划，华北、西北、东北水泥价格经历推涨，6月中旬南方地区正常开启季节性回落，7月中上旬开始第二轮降价，预计淡季降价幅度可控。已推出错峰/停产计划的区域包括，唐山（7月16-31日继续执行停窑限产），金衢丽（7月陆续执行停窑限产10天），福建（7-8月份自律停窑限产15天），珠三角（6-8月预计10天），广西（6-8月预计10天），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（6-7月份停窑限产50%，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），石家庄（6月停窑10天），重庆（6月停窑限

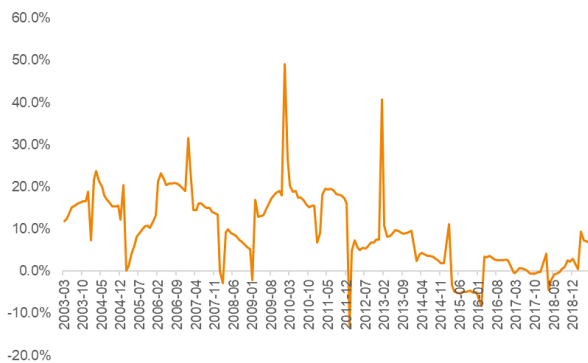
产 30-40%)，河南（6 月 1 个月，除郑州部分厂家），山东（6 月 1-20 日，临沂从 11 日开始）等。通过对比发现，一是今年错峰时间与区域更为明确，增强执行效力，二是错峰不仅缓解当地供需关系，同时结合周边地区停产，发挥区域联动的正面效应，高价区域限产供给不足，吸引低价区域流入作为补充，既满足高价区域需求，同时缓解低价区域过剩，盈利整体得到改善。

**近期多家水泥企业发布 2019 半年报业绩预增公告，整体表现靓丽**，冀东水泥 H1 预计实现归母净利 14.5-15 亿，同比增长 57.79-63.24%；华新水泥 H1 预计实现归母净利 30.1-32.17 亿，同比增长 46-56%；天山股份 H1 预计实现归母净利 6.5 亿，同比增长 111.05%；祁连山 H1 预计实现归母净利 5 亿左右，同比增长 128%；上峰水泥预计实现归母净利 9.1-10.1 亿，同比增长 80-100%。

**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，盈利稳定性有望超预期。水泥板块投资，我们建议从需求确定性与业绩弹性两个维度切入。**水泥估值压制因素包括①对下半年及明年需求的担忧；②局部地区新增产能冲击；③发改委价格监管；④区域流动性打通。对此我们建议优先关注需求长期较为确定、供给格局更为稳定、价格上涨空间更大的区域。例如华北京津冀（雄安+通州等）建设需求可看长期，明后年需求量相对其他区域较为确定，估值率先受益。北方供给格局具备示范效应的区域例如新疆，2018 年需求下行背景下仍可维持价格稳定，今年需求与供给逻辑兼备。此外，北方价格整体偏低，价格上涨受监管严控概率较小，涨价亦有利平抑价差引起的区域流动性利好南方及京津冀高价区域。

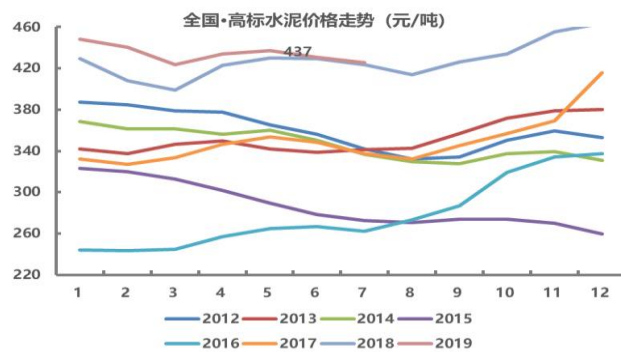
我们特别强调，环保或节能背景下实施的水泥行业错峰，范围和力度 2019 年都将继续超预期，尤其西北、华北、河南、山东等地，取消“一刀切”并不意味环保放松，上半年已经得到验证。叠加矿山资源治理，投入高昂成本取得的各行业规范化成果不会轻易颠覆。环保与资源保护将成为常态化，石灰石资源优势与低排放优势的龙头企业长期受益。标的方面，北方弹性大推荐关注天山股份、冀东水泥、祁连山。南方供需格局稳健，建议关注华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。

图 5：全国水泥累计产量同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：全国水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



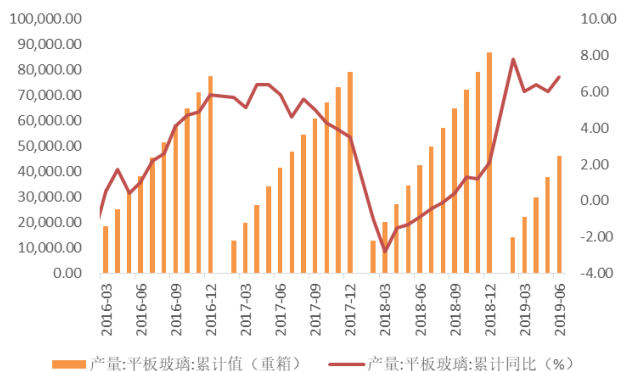
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

## 2. 平板玻璃：需求变化有待验证，短期价格企稳向上

2019 年 6 月全国平板玻璃产量 8210 万重箱，同比上升 9.7%，环比 5 月增速增加 3.6 个百分点；1-6 月全国平板玻璃累计产量 4 亿 6217 万重箱，同比上升 6.8%；需求方面，1-6 月全国房屋竣工面积 3.24 亿平方米，同比下滑 12.7%，环比下滑幅度扩大 0.3 个百分点。

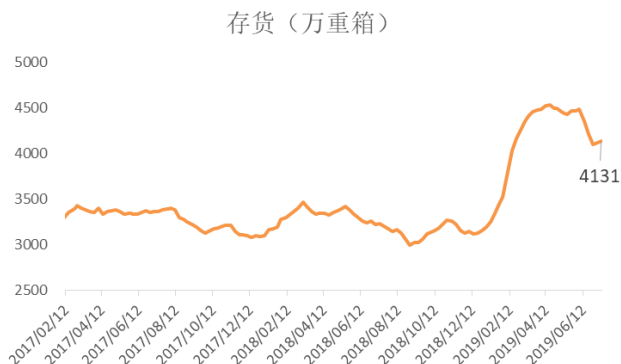
点评：据中国玻璃期货网数据显示，19 年 6 月末产能 9.24 亿重箱，产能同比下降 1.1%。18 年玻璃产线复产超预期，导致玻璃产能恢复较多，因此整体产能基数在 18 年下半年逐渐走高，受高基数影响，今年玻璃产能整体较低，供给端收缩比例将逐渐显著。整个 6 月份全国玻璃产线共冷修了 7 条线，合计减少产能 4800 吨日熔量，没有新增和冷修复产产能，符合我们之前对 19 年是冷修大年的判断，叠加新建产线受供给侧改革难有较大增幅，因此整体供给趋于平稳收缩态势。

图 7：玻璃累计产量（万重量箱）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：企业玻璃库存



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

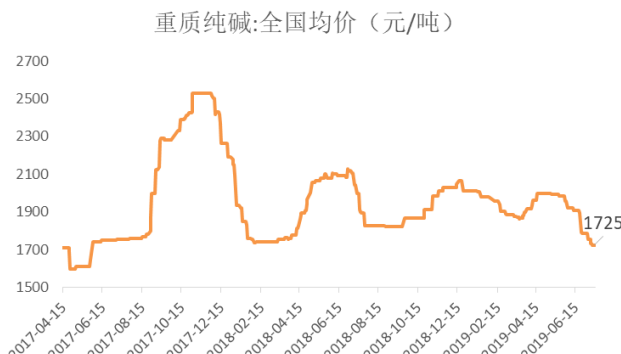
2019 上半年的高库存的情况在 6 月份有所缓解，相比较 5 月份库存环比下降了 300 万左右重量箱，价格也从 5 月份底部上涨了近 20 元/吨，主要还是供给端的下降导致库存压力减小；同时整体供给的减少也降低了上游纯碱的需求量，纯碱价格也明显下降，短期看玻璃价格提升，成本端价格下降，企业获利情况将会有一定改善。当前市场主要还是关注需求的改善情况，前端看地产新开工端、销售端平稳下滑，保持着韧性，后端竣工端还没有看到明显改善，前端的成长在当前地产企业的高周转模式下向后端传导不是很顺畅，短期可能不会明显回升，中长期看竣工数据有望逐步抬升。当前虽然玻璃价格有一定改善，主要还是供给端的贡献，如果需求能开始有起色，有望共振抬升玻璃价格，因此需求的改善情况还需要后期逐步验证。

图 9：玻璃价格



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 10：纯碱价格



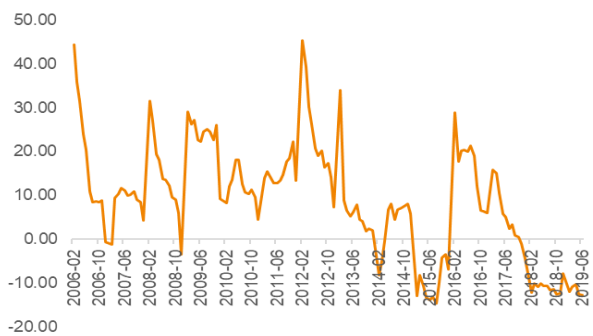
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 消费建材：关注 B 端逻辑与行业筑底

1-6 月房屋竣工面积累计同比下滑 12.7%，降幅比前值扩大 0.3 个百分点，占比约 70% 的住宅竣工面积下滑 11.7%，降幅比前值扩大 0.8 个百分点。1-6 月房屋施工面积累计同比增长 8.8%，与前值持平，并且，从月度累计增速角度看，当前较 2015 年以来的低速状态有明显改善。此外，1-5 月建筑及装潢材料商品零售额同比增长 3.6%，比前值下降 0.6 个百分点，15 个品类中排名第 10（前次为第 10）。

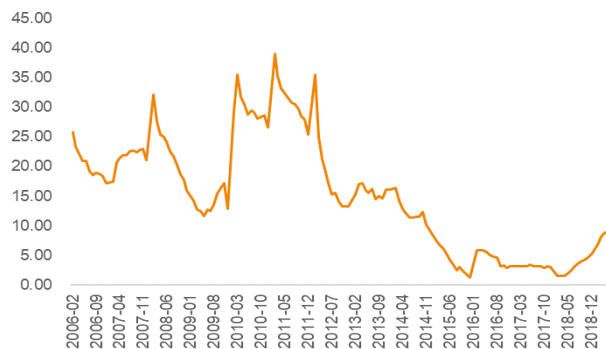
竣工与建筑装潢材料零售表现持续承压，我们建议关注 3 个方面，一是景气底部龙头加速整合行业，二是精装趋势与集采模式下，B 端增速快于 C 端零售，订单增幅与应收把控成为焦点，三是施工向竣工端传导。相关标的包括，东方雨虹（新开工景气延伸+份额成长+融资环境改善），帝欧家居（高增长+精装渗透+B 端赛道），三棵树（赛道宽+高增长），伟星新材（建筑工程扩张+区域延伸+C 端基因长期护城+品类拓展），北新建材（竣工传导预期+市占率提升+精装渗透+高端品类渗透）。

图 11：全国房屋竣工面积累计同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：全国房屋施工面积累计同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

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