



建筑材料

【联讯建材行业深度】旧改提振内需，开启万亿市场

2019年08月26日

投资要点

增持(维持)

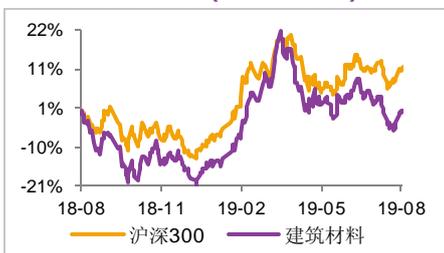
分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

相关研究

《建筑材料行业报告_【联讯建筑建材周观点】华东熟料价格开始回升，美国降息预期升温》2019-07-28

《建筑材料行业报告_【联讯建筑建材周观点】建筑业 PMI 指数回落，建议重点关注建筑工业化及央企》2019-08-04

《建筑材料行业报告_【联讯建筑建材周观点】7 月水泥产量提速，显示需求端不弱》2019-08-18

旧改接力棚改，开启万亿市场

棚改从 2009 年开始加大发展力度，从 2015 至今以货币化安置为主导。棚改货币化安置，拉动房地产产业的同时，也带动了各地房价的上升，18 年开始，棚改政策开始转向，目前各项政策和财政对于棚改的支持均开始下降，这也预示着棚改高峰已过。

2019 年以来，国务院和中央部委出台多个文件支持旧改发力提速。实际上，年初自全国“两会”政府工作报告提出大力进行老旧小区改造提升后，中央层面已在多个场合表示加快老旧小区改造。

据住建部统计，目前全国老旧小区数量超过 17 万个，涉及居民 4200 万户，建筑面积 40 亿平米。就投资而言，国务院参事仇保兴此前撰文指出，据初步估算中国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元，如改造期为 5 年，每年可新增投资约 8000 亿元以上。

探索新型融资模式

国务院常务会议中指出金融要加大对旧改的支持，要创新投融资机制。“今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金。鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持。运用市场化方式吸引社会力量参与。”

虽然各地都在积极探索旧改融资的新模式，但是目前旧改推进的主要动力还是来自于财政支持。之前棚改能够快速推行，就是依托于多元化的筹资模式，棚改的主要融资方式包括了中央资金支持、财政支出、PSL、商业贷款、债券、股权、信托计划、ABS 以及 PPP 等模式。除此之外，棚改还有土地出让金作为现金流支撑。

与棚改相比，旧改改造项目主要集中在外墙、楼道粉刷、水电改造、加装电梯、停车场、绿化等，目前除了停车场收费、物业管理之外很难有其他项目提供稳健的收益和稳定的现金流，从市场融资难度较大。因此目前旧改的资金来源主要还是财政支出、中央资金支持、居民出资、地方专营单位投资和地方金融机构融资等。当然市场也期待能够探索出 ABS 等创新金融工具助力旧改提速。

多品种建筑材料和建筑设计企业有望受益

老旧小区改造主要涉及土建工程、电气工程、排水工程、采暖工程和室外改造工程，主要受益的建材包括水泥、防水材料、涂料、保温材料、建筑五金、管材等。

旧小区改造项目勘察设计的占比远高于一般的建设工程项目，我们从公开数



据来看，一般勘察设计费用在房建中占总合同金额比例 2%-3%，而在目前公布的一些旧改试点项目招标信息来看，很多老旧小区改造项目的勘察设计费用占比超过 5%，勘察设计企业有望受益。

◇ 风险提示：

- 1、旧改政策落地和推进速度不及预期
- 2、政府资金支持力度低于预期
- 3、社会资金参与程度不及预期



目 录

旧改接力棚改，万亿市场亟待开启	5
棚改高峰已过	5
政策支持旧改接力棚改	5
旧改市场规模或超万亿	6
探索创新融资模式助力旧改提速	7
“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”	7
不同资金承担不同角色	7
旧改需要更多渠道的融资方式	8
试点城市改造案例	9
广州——BOT 模式探索	9
淄博——ROT 模式探索	9
旧改市场开启，多品种建材有望受益	10
老旧小区改造驱动建材市场需求	10
多品种建筑材料将受益	11
水泥——增量市场或超 800 亿	11
防水材料——增量市场或超 600 亿	12
管材——增量市场或超 400 亿	12
涂料	13
建筑设计企业有望受益	14
投资建议	14
重点推荐标的简析	15
海螺水泥：华东地区水泥龙头	15
东方雨虹：中国防水行业龙头企业	15
中国联塑：B 端管材迎来新发展机遇	16
三棵树：目前涂料市场唯一标的	16
华建集团：以前瞻科技为依托的高新技术的工程设计咨询企业	17
重点推荐标的盈利预测与估值	17
风险提示	17

图表目录

图表 1： 棚改计划开工数和实际开工数	5
图表 2： PSL 每月期末余额和同比增长	5
图表 3： 中央政府推进“旧改”的文件或政策	6
图表 4： 2019 年安徽省旧改计划	7
图表 5： 河北省旧改资金投入	8
图表 6： 棚改资金主要靠地方财政支撑	9
图表 7： PPP 棚改项目	9
图表 8： 张店小区改造前	10



图表 9: 张店小区改造后.....	10
图表 10: 北京市老旧小区综合改造技术经济指标.....	10
图表 11: 水泥主要消耗改造项目.....	11
图表 12: 老旧小区改造水泥单方成本.....	11
图表 13: 水泥增量市场规模情景分析.....	11
图表 14: 防水材料主要消耗改造项目.....	12
图表 15: 不同改造比例下的防水材料增量市场测算.....	12
图表 16: 管材主要消耗改造项目.....	12
图表 17: 管材增量市场规模情景分析.....	12
图表 18: 涂料主要消耗改造项目.....	13
图表 19: 涂料增量市场规模情景分析.....	14
图表 20: 老旧小区改造试点工程.....	14
图表 21: 重点标的盈利预测与估值.....	17



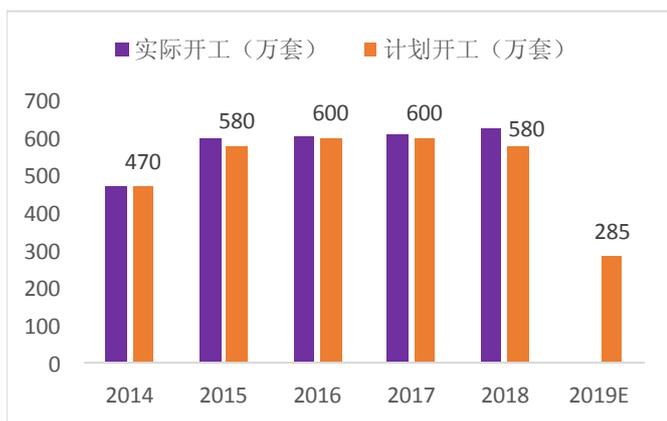
旧改接力棚改，万亿市场亟待开启

棚改高峰已过

棚改是 2005 年在辽宁省首先提出，从 2009 年开始加大发展力度，2009 年-2014 年棚改计划以实物安置化为主，到了 2015 至今以货币化安置为主导。货币化安置是指政府直接通过货币形式补偿被拆迁居民，使用 PSL 创新工具，居民通过获得的货币补偿购买商品，消化商品房库存。

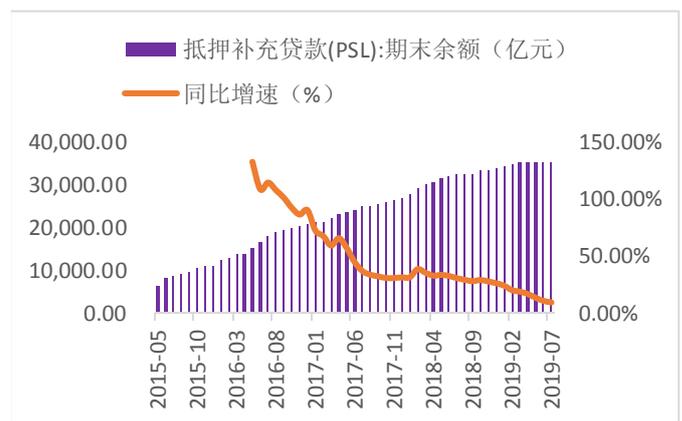
棚改货币化安置，拉动房地产产业的同时，也带动了各地房价的上升，政府开始权衡棚改的得失。以 2018 年 6 月份发布的《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》为转折点，《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》明确政府购买服务最长期限不得超过 3 年，同月国开行棚改项目审批权限上收总行。2019 年 4 月财政部公布的 19 年棚改计划新开工数量仅 285 万套，远低于预估的 450 万套。相比于 2018 年实际完成的 626 万套，同比下降 54.5%。与此同时，PSL 每月期末余额同比增长速度也开始放缓，环比更是出现下降，这也预示着棚改高峰已过。

图表1：棚改计划开工数和实际开工数



资料来源：住建部，wind，联讯证券

图表2：PSL 每月期末余额和同比增长



资料来源：wind，联讯证券

政策支持旧改接力棚改

旧改即老旧小区改造工程，主要是指改善建成于 2000 年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区的居住环境。而关于老旧小区改造改什么，如何改，住建部把改造分成了三个优先级。优先级一：“水电路气网”；优先级二：电梯、停车库等配套设施；优先级三：物业管理和公共服务。按照以居民为主体，社区主导，政府引领，各方支持的方式统筹推进。

2017 年底，住建部公布了老旧小区改造试点的 15 个城市，他们分别是广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花和宁波。

2019 年以来，国务院和中央部委出台多个文件支持旧改发力提速，六月国务院常务会议提出加快改造城镇老旧小区后，旧改的市场关注度明显提升。实际上，年初自全国“两会”政府工作报告提出大力进行老旧小区改造提升后，中央层面已在多个场合表示加快老旧小区改造。7 月初国新办政策吹风会上，住建部副部长黄艳指出老旧小区改造



上升到国家高度，是其“既保民生，又稳投资，同时拉动内需”特点所决定的。

图表3： 中央政府推进“旧改”的文件或政策

时间	部门	国家级文件或会议	相关要求
2019.3	国务院	《政府工作报告》	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施
2019.4	住建部、发改委、财政部	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	19 年起将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程，给予中央补助资金。老旧小区认定标准为建成于 2000 年以前，未纳入城镇棚改计划，未计划通过拆除新建实施改造，非居民自建住房及城中村。中央补助项目的获得条件为改造内容包含水电路气中的 2 项或加装电梯，中央奖补项目 19 年必须开工。多渠道筹集资金，谁受益谁出资，居民出资可通过住宅专项维修资金
2019.6	国务院	国务院常务会议	会议明确，要推进城镇老旧小区改造，顺应群众期盼改善居住条件。加快改造城镇老旧小区，群众愿望强烈，是重大民生工程和发展工程。据各地初步摸排，目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人，量大面广，情况各异，任务繁重；要重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施。同时，还要促进住户户内改造并带动消费。 对于老旧小区改造工作面临的资金问题，今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金，鼓励金融机构和地方，加大金融对老旧小区改造的支持。
2019.7	国务院	国新办政策吹风会	城镇旧改上升到国家层面，既保民生又稳投资同时拉内需；改造内容分为基本、提升和完善公共服务三类，先从保基本开始

资料来源：政府网站，联讯证券整理

旧改市场规模或超万亿

目前，老旧小区几类问题比较突出。一是管网破旧，上下水、电网、煤气、光纤，这些设施要么缺失，要么老化严重，老百姓反映非常强烈。二是公共服务缺失，这些小区建造时间较早，文化娱乐、健身、机动车和非机动车存放不便等问题凸显。尤其是现在很多老旧小区居民老龄化程度较高，对电梯等设施的呼吁由来已久。三是没有物业管理，公共环境普遍较差。包括道路破损、秩序混乱、私搭乱建等，这些问题直接影响到小区居民的生活感受。

旧改在解决民生问题的同时，老旧小区改造还能扩大消费，带动居民户内改造，适应人们消费升级的需求。同时，从水电气路设施到停车场、电梯等的建设，将带动不小的投资，继而拉动钢材、水泥、玻璃、电缆、工程机械等工业品的市场需求。

据住建部统计，目前全国老旧小区数量超过 17 万个，涉及居民 4200 万户，建筑面积 40 亿平米。就投资而言，国务院参事仇保兴此前撰文指出，据初步估算中国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元，如改造期为 5 年，每年可新增投资约 8000 亿元以上。

我们可以通过 2019 年安徽省旧改计划来估算旧改整体投资规模，安徽省预计 2019 年改造老旧小区 523 个，总投资额 25.9 亿元，如果按全国 17 万个待改造小区计算，预



计总投资额会超过 8400 亿元。而且安徽省的旧改计划是不包括加装电梯等可选项目，如果考虑加装电梯等因素，预计投资额会超过万亿。

图表4： 2019 年安徽省旧改计划

市、直管县	小区数量 (个)	总户数 (户)	总建筑面积 (万平方米)	投资估算 (万元)	建筑节能改造 (个)	“适老化”改造 (个)	每平方米投资额 (元)
合肥市	47	14839	118.98	76706.3	47	0	645
淮北市	5	2329	23.5	2175	2	5	93
亳州市	6	3219	36.11	4820	3	4	133
宿州市	17	5761	51.89	6536	6	6	126
蚌埠市	97	32262	247.23	41769.8	3	7	169
阜阳市	6	2453	22.02	5350	0	2	243
淮南市	42	13290	96.02	5324	0	0	55
滁州市	31	8689	84.1	27756	4	15	330
六安市	6	1304	12.57	1929.5	0	0	154
马鞍山市	19	16156	162.06	14157	18	18	87
芜湖市	47	29040	299.54	15087.1	46	46	50
宣城市	39	5909	63.89	4964	1	1	78
铜陵市	9	6995	58.23	5360	1	1	92
池州市	17	8981	66.23	6600	0	0	100
安庆市	32	24217	201.8	26569	28	24	132
黄山市	100	28312	321	13628	0	0	42
广德县	3	310	5.55	540	0	0	97
宿松县	0	0	0	0	0	0	0
总计	523	204066	1870.7	259272	159	129	139

资料来源：2019 年安徽省旧改计划，联讯证券

探索创新融资模式助力旧改提速

“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”

国务院常务会议中指出金融要加大对旧改的支持，要创新投融资机制。“今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金。鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持。运用市场化方式吸引社会力量参与。”

住建部副部长黄艳也在采访中指出，“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”，当前正推动多渠道筹措资金。但是改造的费用、今后运营的费用、给社区居民提供城市公共服务和社区公共服务供给的费用加起来，资金需求总规模是非常大的。

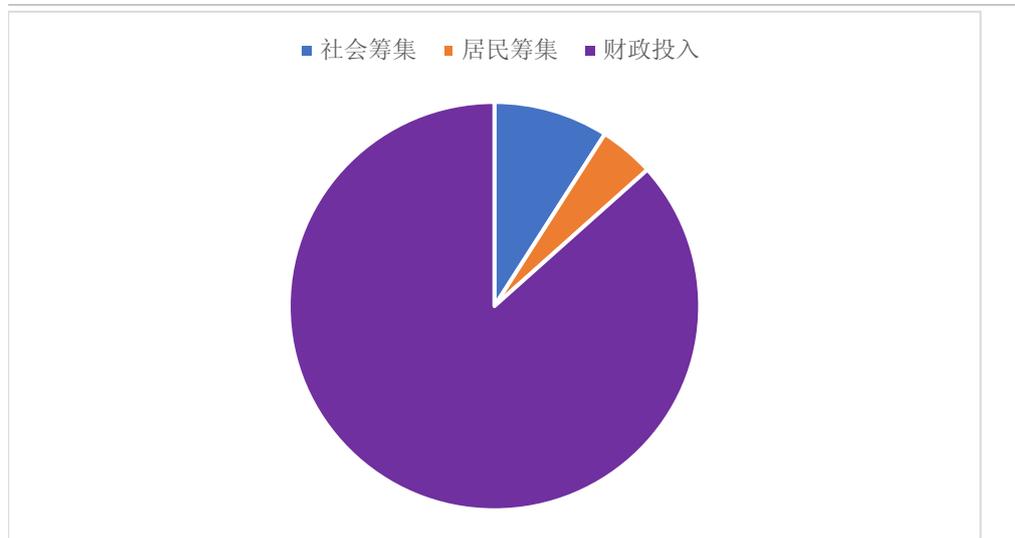
不同资金承担不同角色

从目前的实践来看，不同的资金可以承担不同的改造角色，例如河北省《老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》显示，将对 5739 个老旧小区进行改造，共需改造资金 129.6 亿元。其中，社会可筹集资金约 11.7 亿元，包括市政专营单位可筹集资金约



6.5 亿元，主要承担水、电、气、暖、信地下管网改造、线路整理等；小区原产权单位可筹集资金约 5.2 亿元，主要承担“三供一业”分离小区改造。居民个人可筹集资金约 5.6 亿元，主要用于屋面、楼道、单元门禁等建筑物本体改造。其余 112.3 亿元由市、县两级财政筹集，主要负责老旧小区安全设施、居住功能完善及环境整治等改造项目。

图表5：河北省旧改资金投入



资料来源：河北《老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》，联讯证券

除了财政负责主要的基础改造之外，可以通过运营基础设施来获取收益，帮助社会资金和居民更好的参与旧改，提高社会资金和居民参与的积极性。加装电梯和建设收费停车场是能够通过后期运营获取收益的，这部分是社会资金和居民直接参与的主要部分。

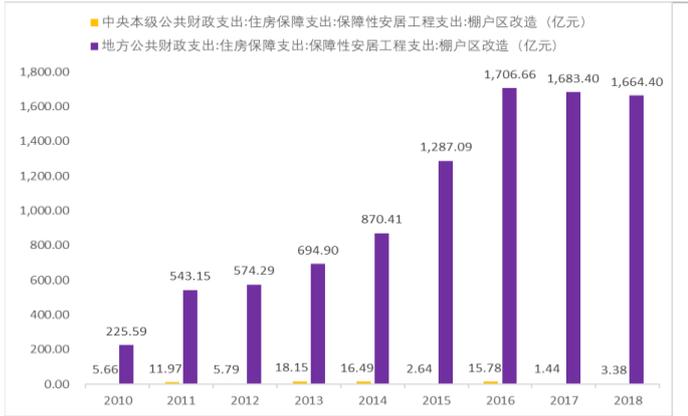
目前有个别城市已经开始探索新模式：**1. 租赁模式**：由电梯企业负责垫资建设，政府补贴一部分，剩下部分由居民按每月交电梯使用费的方式收取。一般楼层越高每月收取的电梯使用费越高，以北京为例，目前北京老旧小区加装电梯收取的使用费在 100-500 元/月不等。**2. “加梯” + “加层”**：上海探索了一条“加梯” + “加层”运营模式，在加装电梯的同时，即在加装电梯的楼层顶层再建一层，新建楼层出售或者租赁收取的费用用来补贴电梯建造和运营费用，这一模式减少了居民的出资费用。

旧改需要更多渠道的融资方式

虽然各地都在积极探索旧改融资的新模式，但是目前旧改推进的主要动力还是来自于财政支持。之前棚改能够快速推行，就是依托于多元化的筹资模式，棚改的主要融资方式包括了中央资金支持、财政支出、PSL、商业贷款、债券、股权、信托计划、ABS 以及 PPP 等模式。除此之外，棚改还有土地出让金作为现金流支撑。

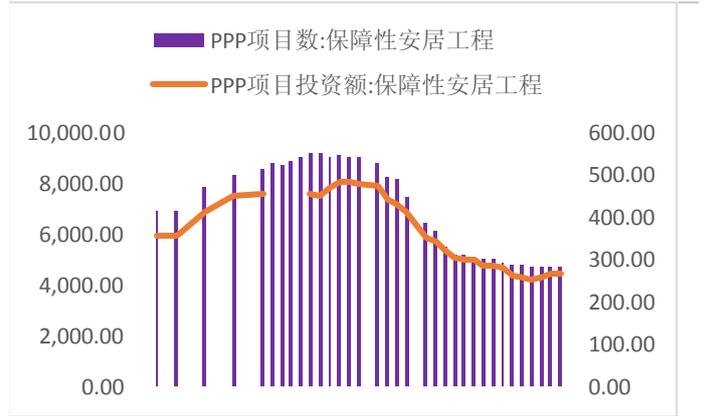


图表6: 棚改资金主要靠地方财政支撑



资料来源: wind, 联讯证券

图表7: PPP 棚改项目



资料来源: wind, 联讯证券

与棚改相比,旧改改造项目主要集中在外墙、楼道粉刷、水电改造、加装电梯、停车场、绿化等,目前除了停车场收费、物业管理之外很难有其他项目提供稳健的收益和稳定的现金流,从市场融资难度较大。因此目前旧改的资金来源主要还是财政支出、中央资金支持、居民出资、地方专营单位投资和地方金融机构融资等。当然市场也期待能够探索出 ABS 等创新金融工具助力旧改提速。

试点城市改造案例

广州——BOT 模式探索

广州目前在积极探索老旧小区改造融资新模式,虽然目前主要投资还是来源于财政,但是广州还是探索了一条老旧小区改造 BOT(Build 建设—Operate 经营—Transfer 转让)模式的新道路,广州恩宁路改造项目(一期、二期)都通过公开招标的方式交由企业建设和运营,企业建成后拥有 15 年的经营权,期满后在交还给政府。目前恩宁路一期、二期均由万科中标,计划总投资达 12 亿元。万科计划将恩宁路街区改造成集零售、餐饮、民宿和办公为一体的时尚街区。

淄博——ROT 模式探索

作为社会资本方和施工总承包方,九强集团投资、建设淄博市张店区老旧小区综合整治改造 PPP 项目。项目建设总投资 3.78 亿元,涉及老旧小区 43 个,改造面积 357 万平方米,改造户数 4.55 万户,惠及城镇居民 15.5 万人。采用 ROT(重构-运营-移交)模式运作,建设期 2 年,运营期 10 年。主要建设内容包括:建筑物立面整治、道路改造、雨污水管道改造、照明、景观、监控。项目运营维护的范围具体如下:包含所建设部分的道路、雨污水管道、园林绿化、照明、设施的运营维护。



图表8： 张店小区改造前



资料来源：九强集团，联讯证券

图表9： 张店小区改造后



资料来源：九强集团，联讯证券

旧改市场开启，多品种建材有望受益

老旧小区改造驱动建材市场需求

老旧小区改造主要涉及土建工程、电气工程、排水工程、采暖工程和室外改造工程，主要受益的建材包括水泥、防水材料、涂料、保温材料、建筑五金、管材等。

目前老旧小区改造主要涉及多层建筑为主，以 2017 年北京市出台的《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》为基础，可以预计主要的改造工程市场规模。

图表10： 北京市老旧小区综合改造技术经济指标

建设工程	工程造价（元/m ² ）
土建工程	
多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	2497.06
多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	681.21
多层住宅节能改造工程	314.83
多层住宅平改坡工程	1077.91
多层住宅屋面板更换工程	1372.87
多层住宅加装电梯工程	19490.49
高层住宅节能改造工程	170.77
高层塔式住宅节能改造工程	287.96
安装工程——电气工程	
多层住宅户内电气改造工程	163.09
多层住宅防雷接地工程	10.84
多层住宅非可视门禁系统工程	961.22 元/户
高层住宅可视门禁系统更换工程	838 元/户
高层住宅电梯更换工程	320408.35 元/部
高层住宅消防系统改造工程	67.35
楼道灯节能改造工程	298.76
明装线缆遮挡工程	200.07
安装工程——给排水及采暖工程	



建设工程	工程造价 (元/m ²)
多层住宅给排水系统改造工程	102.57
高层住宅给排水系统改造工程	73.75
多层住宅采暖系统改造工程	116.8
多层住宅采暖分户热计量系统改造工程	22.09
锅炉房煤改气工程	7043.42
室外工程	
小区人行步道改造工程	276.26
小区沥青道路改造工程	120.98
小区停车位改造工程	309.09
小区热力外线更换工程	1114.46
小区污水外线更换工程	506.29
小区污水、雨水合槽外线更换工程	989.64
小区庭院路灯改造工程	5472.29 元/套
小区路灯更换工程	3440.51 元/套

资料来源:《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》, 联讯证券

多品种建筑材料将受益

水泥——增量市场或超 800 亿

水泥主要用于抗震加固改造工程和加装电梯工程,据估算,如果算上加装电梯工程,水泥单方消耗量为 113.98kg,如不算上加装电梯工程,水泥单方消耗量为 106kg。按照水泥的单价为 400 元/吨,根据住建部给出的 40 亿平米的待改造面积,由于并不是所有小区都会进行改造,我们做了一定的情景分析,如果有 50%的面积需要改造,那么水泥(加装电梯)需求的市场增量将超过 900 亿元,不加装电梯需求的市场增量将超过 800 亿元。

图表11: 水泥主要消耗改造项目

改造工程	单方消耗量 (kg)
多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	103.98
多层住宅加装电梯工程	7.854
锅炉房煤改气工程	2.058

资料来源:《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》, 联讯证券

图表12: 老旧小区改造水泥单方成本

	单方消耗量 (kg)	水泥单价 (元/t)	单平米成本 (元/m ²)
水泥(加装电梯)	113.98	400	45.592
水泥(不加装电梯)	106	400	42.4

资料来源:《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》, wind, 联讯证券

图表13: 水泥增量市场规模情景分析

预计改造比例	10%	20%	35%	50%	60%
水泥(加装电梯)(亿元)	182.4	364.7	638.3	911.8	1094.2
水泥(不加装电梯)(亿元)	169.6	339.2	593.6	848	1017.6

资料来源:《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》, 联讯证券



防水材料——增量市场或超 600 亿

SBS 防水卷材在北京市老旧小区综合改造技术经济指标中主要用于多层住宅平改坡工程、多层住宅屋面板更换工程，我们在 40 亿平米的待改造面积中做同样的情景分析，以目前 20 元/m²的 SBS 防水卷材价格估算，如果有 50%待改造面积需要用到防水材料改造项目，预计防水材料市场需求规模增量可达 640 亿元。

图表 14： 防水材料主要消耗改造项目

改造工程	单方消耗量 (m ²)	防水卷材单价 (元/m ²)	每平米材料成本 (元/m ²)
多层住宅平改坡工程	1.013	20	20.26
多层住宅屋面板更换工程	2.715	20	54.3
多层住宅加装电梯工程	0.766	20	15.32
高层住宅节能改造工程	0.044	20	0.88

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，联讯证券

图表 15： 不同改造比例下的防水材料增量市场测算

改造比例	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
多层住宅平改坡工程	121.56	162.08	202.6	243.12	283.64	324.16	364.68
多层住宅屋面板更换工程	244.35	325.8	407.25	488.7	570.15	651.6	733.05
多层住宅加装电梯工程	18.384	24.512	30.64	36.768	42.896	49.024	55.152
高层住宅节能改造工程	1.32	1.76	2.2	2.64	3.08	3.52	3.96
合计 (亿元)	385.61	514.15	642.69	771.23	899.77	1028.30	1156.84

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，联讯证券

管材——增量市场或超 400 亿

管材主要用于住宅给排水系统改造、小区污水外线更换工程等，在北京市老旧小区综合改造技术经济指标室内管材单立方消耗量约 2.05m，室外管材单立方消耗量约 5.24m，我们在 40 亿平米待改造面积中，我们在 40 亿平米的待改造面积中做同样的情景分析，那么以管材均价 7 元/m 来计算，50%的建筑面积的改造工程需要消耗管材的需求规模增量可超 400 亿元

图表 16： 管材主要消耗改造项目

改造工程	单方消耗量 (米)	管材单价 (元/米)	每平米材料成本 (元/m ²)
多层住宅加装电梯工程	0.69	10	6.9
高层住宅消防系统改造工程	0.103	10	1.03
多层住宅给排水系统改造工程	0.64	10	6.4
高层住宅给排水系统改造工程	0.263	10	2.63
多层住宅采暖系统改造工程	0.254	10	2.54
多层住宅采暖分户热计量系统改造工程	0.1	10	1
小区热力外线更换工程	2.31	10	23.1
小区污水外线更换工程	1.025	10	10.25
小区污水、雨水合槽外线更换工程	1.906	10	19.06

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，联讯证券

图表 17： 管材增量市场规模情景分析



改造比例	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
多层住宅加装电梯工程	46.37	61.82	77.28	92.74	108.19	123.65	139.10
高层住宅消防系统改造工程	1.08	1.44	1.80	2.16	2.52	2.88	3.24
多层住宅给排水系统改造工程	40.32	53.76	67.20	80.64	94.08	107.52	120.96
高层住宅给排水系统改造工程	2.76	3.68	4.60	5.52	6.44	7.36	8.28
多层住宅采暖系统改造工程	5.33	7.11	8.89	10.67	12.45	14.22	16.00
多层住宅采暖分户热计量系统改造工程	2.10	2.80	3.50	4.20	4.90	5.60	6.30
小区热力外线更换工程	72.77	97.02	121.28	145.53	169.79	194.04	218.30
小区污水外线更换工程	32.29	43.05	53.81	64.58	75.34	86.10	96.86
小区污水、雨水合槽外线更换工程	60.04	80.05	100.07	120.08	140.09	160.10	180.12
合计	263.06	350.74	438.43	526.11	613.80	701.48	789.17

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，联讯证券

涂料

涂料主要用于多层和高层住宅的各项改造工程，根据中国涂料工业协会测算数据显示，外墙面积为建筑面积的 70%，需要涂料的涂刷比例为 62%，我们根据目前 40 亿平米的待改造面积计算，做同样的情景分析。目前改造工程中主要涂料丙烯酸弹性涂料的市场价格为 6 元/kg。如果 50%的建筑面积的改造工程需要消耗管材，我们可以根据这些数据测算出涂料的市场需求规模增量约超 100 亿元。

图表18： 涂料主要消耗改造项目

改造工程	单方消耗量 (kg)	涂料单价 (元 /kg)	每平方米材料成本(元 /m ²)
多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	0.613	6	3.678
多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	0.877	6	5.262
多层住宅节能改造工程	0.657	6	3.942
多层住宅平改坡工程	0.554	6	3.324
多层住宅加装电梯工程	0.487	6	2.922
高层住宅节能改造工程	0.595	6	3.57
高层塔式住宅节能改造工程	0.645	6	3.87



资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，联讯证券

图表19：涂料增量市场规模情景分析

	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	11.03	14.71	18.39	22.07	25.75	29.42	33.10
多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	15.79	21.05	26.31	31.57	36.83	42.10	47.36
多层住宅节能改造工程	9.46	12.61	15.77	18.92	22.08	25.23	28.38
多层住宅平改坡工程	14.96	19.94	24.93	29.92	34.90	39.89	44.87
多层住宅加装电梯工程	8.77	11.69	14.61	17.53	20.45	23.38	26.30
高层住宅节能改造工程	4.28	5.71	7.14	8.57	10.00	11.42	12.85
高层塔式住宅节能改造工程	1.16	1.55	1.94	2.32	2.71	3.10	3.48
合计	65.45	87.27	109.08	130.90	152.72	174.53	196.35

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，联讯证券

建筑设计企业有望受益

老旧小区改造项目勘察设计的占比远高于一般的建设工程项目，我们从公开数据来看，一般勘察设计费用在房建中占总合同金额比例 2%-3%，而在目前公布的一些旧改试点项目招标信息来看，很多老旧小区改造项目的勘察设计费用占比超过 5%，我们统计了部分项目，平均值达到 6.2%。所以对于建筑设计类企业来说，承接老旧小区改造项目的收益率可能会高于常规项目，为企业带来较好的盈利能力。对于有能力承接 EPC 工程的建筑设计企业来说，老旧小区改造项目总体规模小，投资额不大，有一定盈利能力，是帮助他们更好切入施工业务的起点。

图表20：老旧小区改造试点工程

改造工程	建设合同金额（万元）	勘察金额（万元）	勘察占建设合同的比重
六榕街旧南海县老旧小区微改造项目	1697	94	5.54%
石室城市客厅周边老旧小区微改造项目	9037	578	6.40%
五仙观周边老旧小区微改造项目	6244	340	5.45%
大东街老旧小区微改造项目	4991	310	6.21%
传统中轴线周边老旧小区微改造项目	3190	261	8.18%
环市路周边老旧小区微改造项目	9190	540	5.88%
东风路周边老旧小区微改造项目	7658	378	4.94%
中山路周边老旧小区微改造项目	5488	314	5.72%
珠江沿岸老旧小区微改造项目	8004	583	7.28%

资料来源：中国招标网，联讯证券

投资建议

建议关注前述细分领域的龙头企业

水泥：目前旧改推进更多依赖于政府财政，华东地区经济发达，政府财政较为宽裕，华东地区旧改推进速度领先于其他地区，推荐海螺水泥（600585.SH），公司为华东地区水泥龙头。

防水材料：推荐东方雨虹（002271.SZ），公司为防水材料市场龙头，受益于旧改政策推进；



管材：首推港股中国联塑（2128.HK），公司为 B 端管材龙头，旧改政策目前更多利好 B 端管材市场。同时 A 股也可关注雄塑科技（300599.SZ）、永高股份（002641.SZ）

涂料：推荐三棵树（603737.SH）涂料市场目前唯一上市公司

设计：推荐华建集团（600629.SH），旧改的设计咨询业务更多偏向房建设计，利好以房建设计为主的公司。

重点推荐标的简析

海螺水泥：华东地区水泥龙头

公司实力：海螺水泥成立于 1997 年 9 月 1 日，1997 年 10 月 21 日在香港挂牌上市，开创了中国水泥行业境外上市的先河。公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售。海螺水泥产品质量卓越，享誉全国，并远销海外。下属 150 多家子公司，分布在安徽省内和其它 14 个区域，横跨华东、华南和中部、西部 18 个省、市、自治区和印度尼西亚、缅甸、老挝、柬埔寨等国，形成了集团化管理和国际化、区域化运作的经营管理新格局，成就了“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉。

公司业务情况：公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售。公司生产线全部采用先进的新型干法水泥工艺技术，具有产量高、能耗低、自动化程度高、劳动生产率高、环境保护好等特点。公司在华东、华南地区拥有丰富的优质石灰石矿山资源，含碱度低，碳酸钙含量高，为生产高品质低碱水泥提供了得天独厚的原材料；公司生产全部采用新型干法旋窑工艺技术，装备先进，实现了从矿石开采到码头装运的全程自动化控制，按照 ISO9001 国际质量认证体系进行质量管理和监控；依靠完备的铁路、公路及水路运输系统，形成了专业化生产体系和庞大的市场营销网络。“海螺”牌高等级水泥和商品熟料为公司的主导产品。“CONCH”商标被国家商标局认定为驰名商标，“海螺”牌水泥被国家质量监督检验检疫总局批准为免检产品，长期、广泛应用于举世瞩目的标志性工程。

产能情况：截至 2018 年年末，公司熟料产能 2.52 亿吨，水泥产能 3.53 亿吨，骨料产能 3,870 万吨，商品混凝土 60 万立方米。

盈利预测与估值：我们预计公司 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 1597.9 亿元、1727.2 亿元、1828.1 亿元，同比分别增加 24.4%、8.1%、5.8%；归母净利润分别为 354.1 亿元、375.9 亿元、388.8 亿元，同比分别增加 18.8%、6.2%、3.4%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 6.68 元/股、7.09 元/股和 7.34 元/股，对应的 PE 分别为 6/6/5x。

东方雨虹：中国防水行业龙头企业

公司实力：东方雨虹成立于 1998 年 3 月，现已发展成为一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的中国防水行业龙头企业，是国家高新技术企业、上市公司（SZ002271），拥有国家认定企业技术中心和博士后科研工作站。1995 年进入建筑防水行业，二十余年来，东方雨虹为重大基础设施建设、工业建筑和民用、商用建筑提供高品质防水系统解决方案，成为全球化的防水系统服务商。

公司业务情况：公司是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的防水系统服务商。多年来，公司为重大基础设施建设、工业建筑和民用、商用建筑提供高品质、完备的防水系统解决方案。公司投资还涉及非织造布、建筑节能、砂浆等多个领域，



包括工程业务、民用建材、节能保温、非织造布、防水、砂浆、硅藻泥、建筑涂料、建筑修缮等品牌和业务板块。公司生产的优质产品远销德国、巴西、澳大利亚、美国、加拿大、俄罗斯、日本、新加坡、韩国、中非、南非等多个国家和地区。公司将各种专项防水系统成功应用于：房屋建筑、高速公路、城市道桥、地铁及城市轨道、高速铁路、机场、水利设施等众多领域，其中包括人民大会堂、鸟巢、水立方等中国标志性建筑及京沪高铁、北京地铁等国家重大基础设施建设项目。公司与万科、恒大、碧桂园、保利、华为、金螳螂等 200 余家大型房地产商、企业集团建立长期稳定的战略合作关系。

盈利预测与估值：我们预计公司 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 196.31 亿元、253.57 亿元、321.58 亿元，同比分别增加 39.77%、29.17%、26.82%；归母净利润分别为 21.06 亿元、27.55 亿元、35.83 亿元，同比分别增加 39.63%、30.82%、30.05%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.36 元/股、1.69 元/股和 2.07 元/股，对应的 PE 分别为 16.2/13/10.68x；

中国联塑：B 端管材迎来新发展机遇

公司实力：中国联塑已拥有逾 80 家控股子公司和超过 23 个主要生产基地，分布于全国 16 个省份及美国、加拿大、印度、印尼和乌干达等国家。公司拥有 10000 多种产品，是国内建材家居领域产品体系齐全的生产商。公司建有集团研究院，拥有各类科研人员 1000 多名，设有博士后科研工作站、CNAS 国家认可实验室。目前，中国联塑拥有和正在申请的专利有逾 1800 项中国联塑的产品被广泛应用于家居装修、民用建筑、市政给水、排水、电力通信、燃气、消防、环境保护及农业、海洋养殖等领域

公司业务情况：公司是中国领先的大型建材家居产业集团，产品及服务涵盖管道产品、卫浴洁具、整体厨房、型材门窗、装饰板材、消防器材及卫生材料等领域，主要从事生产及销售建材家居产品以及提供保理服务业务。公司旗下“联塑”品牌在中国塑料管道及管件市场处于领导地位，产品广泛应用于供水、排水、供气、电力通信、地暖、消防及农业等领域。站在新的发展起点，中国联塑将秉承“为居者构筑轻松生活”的品牌信仰，始终坚持“以质量为生命、以科技为龙头、以顾客满意为宗旨”的经营方针，为改善和提高人们的生活品质做出自己的贡献。公司通过八个业务部门运营。华南部在广东省及海南省运营业务。西南地区部在重庆市及四川省运营业务。华中部在湖北省运营业务。华东部在上海市及安徽省运营业务。华北部在北京市、天津市及河北省运营业务。西北地区部在陕西省及宁夏回族自治区运营业务。东北地区部在辽宁省运营业务。中国境外部在中国境外运营业务。

受惠于中国建筑行业的需求稳步提升，市政工程及基础建设和房地产整体表现稳定发展所带来的订单数目增加，塑料管道系统业务的总销量增长 8.2%至 2,168,622 吨，收入同比增长 17.9%至人民币 213.43 亿元

三棵树：目前涂料市场唯一标的

公司地位：三棵树涂料是国内“健康漆”领军品牌，首家提出“健康漆”概念，短短几年在竞争激烈的涂料市场异军突起，营销网络已基本覆盖全国，并在分公司、四川、福建等设有分公司和办事处，获得了“中国驰名商标”、“中国名牌产品”等国家级荣誉，成为“神舟六号、神舟七号唯一搭载涂料品牌”。

业务情况：公司是以墙面涂料为核心产品，致力于为消费者提供健康产品的国内领先的涂料生产企业。主要从事建筑涂料、装修漆、家具漆、防水涂料、胶粘剂和树脂等



健康产品的研制和销售。公司引进世界领先的实验分析测试设备，如扫描电子显微镜、等离子耦合光谱仪、红外光谱仪、粒径测试仪、分光光度仪、气相色谱质谱仪、液相色谱仪等，并拥有恒温恒湿实验室、微生物检测实验室，是国内实验检测设备最为齐全的涂料厂家之一。公司还与中科院、厦门大学等科研院所建立了长期稳定的合作关系，聘请了中科院院士顾问团开展技术指导。公司将继续维护和谐共生之道，坚持为环境健康、社会的文明进步、行业发展、消费者健康等作出应有的贡献，继续做好企业公民，履行社会责任。

销量情况：截止 2018 年年底，公司销售家装墙面漆 104,752.33 吨，同比增长 14.34%，工程墙面漆 335,322.58 吨，同比增长 61.28%，家装木器漆 6394.24 吨，同比下降 31.93%，工业木器漆 6393.08 吨，同比下降 10.47%，胶黏剂 22907.10 吨，同比增长 1.89%，基材与辅材 254435.62 吨，同比增长 38.17 吨。

华建集团：以前瞻科技为依托的高新技术的工程设计咨询企业

公司实力：公司是以工程设计咨询为核心，为城镇建设提供高品质综合解决方案的集成服务供应商。旗下拥有华东建筑设计研究总院、上海建筑设计研究院、华东都市建筑设计研究总院、工程建设咨询公司、上海市水利工程设计研究院、建筑装饰环境设计研究院、美国威尔逊室内设计公司等多家分子机构和专业机构。连续多年被美国《工程新闻纪录》(ENR)列入“全球工程设计公司 150 强”企业。

公司业务情况：公司主营业务领域涵盖建筑、规划、市政、水利等多个行业，并紧紧依托建筑设计核心业务，积极开展包含工程勘察、规划设计、工程设计、市政设计、水利工程设计、风景园林设计、建设装饰设计、历史建筑保护和利用设计、建筑声学设计、全过程项目管理、建设工程承包(EPC)、工程监理、建设工程投资控制、科技咨询、项目策划等，

订单情况：公司 2019 年上半年新签工程合同 57.22 亿，同比增长 2.38%，其中设计咨询类合同 36.36 亿，同比增长 13.09%；

重点推荐标的盈利预测与估值

图表21：重点标的盈利预测与估值

代码	公司	股价	总市值	EPS				PE				PB
			亿元	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
600585	海螺水泥	39.91	2115	5.63	6.86	7.11	7.34	7.09	5.80	5.60	5.42	1.77
002271	东方雨虹	22.12	330	1.01	1.40	1.84	2.39	21.88	16.66	12.67	9.76	4.18
2128	中国联塑	6.96	217	0.8	0.9	1.02	1.22	4.28	6.90	6.02	5.12	1.28
300599	雄塑科技	10.20	31.01	0.67	0.84	1.05	1.29	15.07	12.11	9.72	7.89	2.11
002641	永高股份	4.49	50.43	0.22	0.37	0.47	0.59	14.97	12.18	9.58	7.64	1.63
603737	三棵树	58.16	108	1.67	1.72	2.31	3.11	16.66	19.63	22.03	23.58	8.16
600629	华建集团	9.21	49.2	0.61	0.57	0.54	0.74	18.48	16.22	14.00	12.06	1.84

资料来源：wind，联讯证券

风险提示

旧改政策落地和推进速度不及预期；



政府资金支持力度低于预期；

社会资金参与程度不及预期；



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com