

建筑材料

 证券研究报告
 2019年09月16日

基建增长具备潜力，竣工回暖有迹可循

水泥：1-8月全国水泥累计产量14.7亿吨，同比增长7.0%，去年同期为微增0.5%；其中，7月单月产量2.1亿吨，同比增长5.1%，环比基本持平。

点评：无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求延续较高景气，判断原因包括：1) 房地产新开工、施工虽有回落但保持韧性，分区域看，中西部地产开发投资表现更为突出；2) 北方需求同比显著改善，例如8月磨机运转率为68.8%，同比提高8.8个百分点；3) 新增产能影响(今年H1新增熟料产能超过660万吨，2018年新增2043万吨)；4) 基建投资拉动。而单月增速环比下降，与去年7月低基数有关，例如去年海螺铜陵基地部分产线停产至7月底，江苏镇江及南京停产等。

下游需求角度看，1-8月固投(不含农户)同比增长5.5%，增速比前值回落0.2个百分点。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1-8月累计同比增长10.5%，比前值微降0.1个百分点。房屋新开工面积累计同比增长8.9%，增速比前值下降0.6个百分点，8月单月同比增速4.89%，继续回落(6-7月分别为8.88%、6.56%)。近年来施工增速持续低迷，进入2019年加速明显，虽有波动但短期逻辑可持续，1-8月累计同比增速8.8%，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%)，值得注意的是，累计增速环比前值下降0.2个百分点，结束去年3月以来的增速环比提高或持平态势，8月单月同比增速下降0.61%(前值15.68%)；从施工与竣工结合角度看，竣工连续3个月单月同比增速改善，确有施工向竣工传导迹象，从绝对值角度考虑，8月仍实现近1.9亿平的较高单月水平，继续支撑房屋施工水泥需求。基建方面，我国基础设施增长仍有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的30%，结合明年专项债部分新增额度的提前下达以及加大逆周期调节力度的政策指引，我们看好四季度基建投资增速，在房屋新开工增速放缓的背景下，水泥需求有望得到对冲支持。1-8月基建投资不含电力口径同比增长4.2%，增速比前值提高0.4个百分点，与2018年全年增速相比提高0.4个百分点，道路、铁路投资增速分别为7.7%、11%，增速比前值分别加快0.8、回落1.7个百分点。

宏观政策提高基建投资预期，叠加流动性改善，水泥股估值率先受益。短期关注水泥普涨行情，建议弹性角度关注雨水负面影响较大的区域。此外，水泥供给端有望边际收紧，秋季错峰与事件性停产影响出货节奏与供需关系，有望引起价格超预期变化，冬季错峰执行力度也有望维持。当前时点水泥板块基建端需求边际向好，旺季价格上涨利好企业盈利，建议继续重点关注海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、祁连山、天山股份、上峰水泥。

玻璃：8月全国平板玻璃产量7898万重箱，同比上升5.1%，环比7月增速下降0.4个百分点；1-8月全国平板玻璃累计产量6亿1752万重箱，同比上升5.2%。

点评：库存下降明显，自4月之后行业整体库存开始下降，8月末库存比4月末高点下降777万重箱，8月末存货同比增长27.1%，相比较4月末下降7个百分点；其次看需求面，虽然竣工数据依旧保持同比下降，但是降幅开始收窄，符合我们前期对竣工数据的判断。8月玻璃价格延续7月涨势，随着“金九银十”旺季到来，玻璃价格有望保持涨势，长期来看需求端的改善情况决定玻璃价格涨幅和延续性。竣工同比数据降幅继续收窄，继续看好后期竣工需求回升。

消费建材：1-8月房屋竣工面积累计同比下滑10.0%，降幅比前值收窄1.3个百分点，施工面积累计增速较2015年以来有明显改善，累计增速超过5%已经持续8个月。1-8月建筑及装潢材料商品零售额同比增长3.5%，比前值提高0.4个百分点，15个品类中排名第11(前次为第10)。

点评：我们看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续3个月改善，8月单月同比增长2.78%。建筑及装潢材料零售增速持续低迷，与地产链融资压力以及C端模式不及B端景气有关，我们建议关注3个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B端增速快于C端零售，关注B端占优标的以及B/C模式转换成成本较低的标的；三是旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居、管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、涂料龙头三棵树、五金龙头坚朗五金等。

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，天气变化不及预期。

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
 yanglitf@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

- 《建筑材料-行业研究周报:企业中长贷显著改善，关注四季度制造业与基建投资》2019-09-15
- 《建筑材料-行业研究周报:基建预期边际改善，关注相关建材标的》2019-09-08
- 《建筑材料-行业点评:2019年中报综述：子行业经营情况分化，水泥板块表现亮眼》2019-09-03

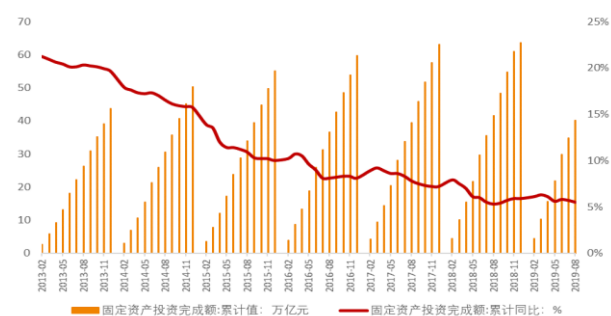
1. 水泥：基础设施增长仍有很大潜力，关注四季度基建投资

1-8 月全国水泥累计产量 14.7 亿吨，同比增长 7.0%，去年同期为微增 0.5%；其中，7 月单月产量 2.1 亿吨，同比增长 5.1%，环比基本持平。无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求延续较高景气，我们判断原因包括：1) 房地产新开工、施工虽有回落但保持韧性，分区域看，中西部地产开发投资表现更为突出；2) 北方需求同比显著改善，例如 8 月磨机运转率为 68.8%，同比提高 8.8 个百分点；3) 新增产能影响（今年 H1 新增熟料产能超过 660 万吨，2018 年新增 2043 万吨）；4) 基建投资拉动。而单月增速环比下降，与去年 7 月低基数有关，如去年海螺铜陵部分产线停产至 7 月底，江苏镇江及南京停产等。

下游需求角度看，1-8 月固投（不含农户）同比增长 5.5%，增速比前值回落 0.2 个百分点。直接影响水泥需求的地产和基建保持增长，其中，地产方面，房地产开发投资 1-8 月累计同比增长 10.5%，比前值微降 0.1 个百分点。房屋新开工面积累计同比增长 8.9%，增速比前值下降 0.6 个百分点，8 月单月同比增速 4.89%，继续回落（6-7 月分别为 8.88%、6.56%）。近年来施工增速持续低迷，进入 2019 年加速明显，虽有波动但短期逻辑可持续，1-8 月累计同比增速 8.8%，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%），值得注意的是，累计增速环比前值下降 0.2 个百分点，结束去年 3 月以来的增速环比提高或持平态势，8 月单月同比增速下降 0.61%（前值 15.68%）；从施工与竣工结合角度看，竣工连续 3 月单月同比增速改善，确有施工向竣工传导迹象，从绝对值角度考虑，8 月仍实现近 1.9 亿平的较高单月水平，继续支撑房屋施工水泥需求。

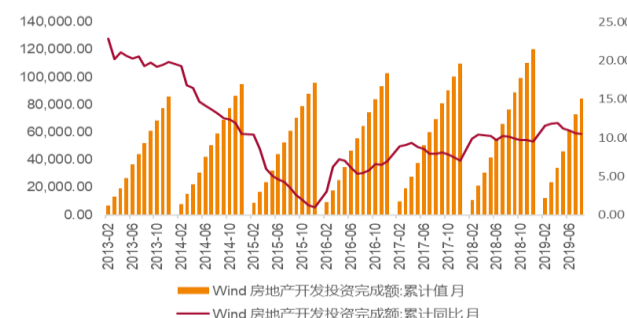
基建方面，我国基础设施增长仍有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的 30%，结合明年专项债部分新增额度的提前下达以及加大逆周期调节力度的政策指引，我们看好四季度基建投资增速，在房屋新开工增速放缓的背景下，水泥需求有望得到对冲支持。1-8 月基建投资不含电力口径同比增长 4.2%，增速比前值提高 0.4 个百分点，与 2018 年全年增速相比提高 0.4 个百分点，道路、铁路投资增速分别为 7.7%、11%，增速比前值分别加快 0.8、回落 1.7 个百分点。截止 8 月末已发行新增地方政府专项债超 2 万亿元，占 2019 年新增地方专项债务限额的 93.29%，已安排使用的新增专项债资金中，用于铁路、公路等交通基础设施、市政建设、棚改等保障性住房建设分别占比 9.9%、7.5%、39.2%。接下来财政部将确保限额内地方专项债 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付至项目。

图 1：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



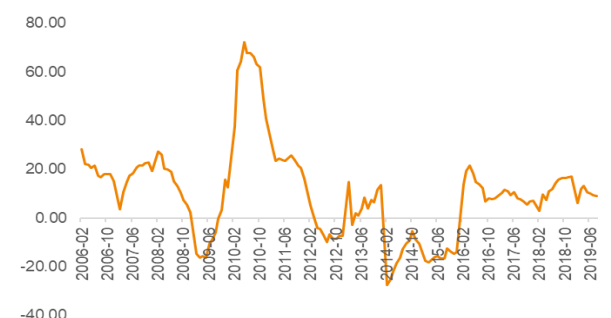
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：全国房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



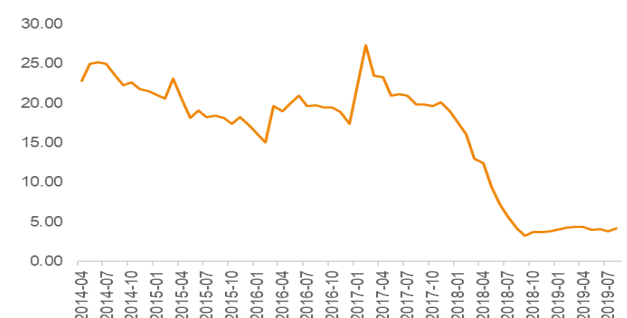
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

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（%）

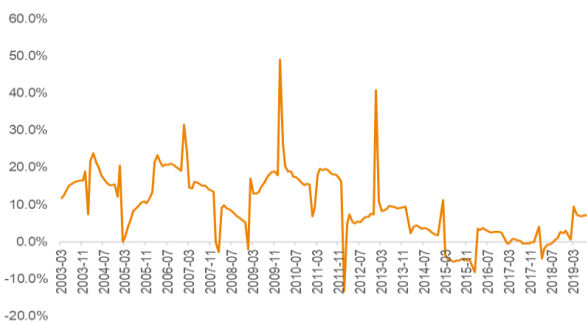


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

宏观政策提高基建投资预期，叠加流动性改善，水泥股估值率先受益。8月新增信贷1.21万亿，同比少增665亿，略超市场预期。预计受益9月全面降准+定向降准，LPR改革促进银行放贷意愿，地产商加速资金回笼带来住房贷款韧性，以及专项债提前下达，年内最后一个季度的社融表现或将可观。**下游需求的集中化提高产业链对资金的敏感程度，例如水泥行业体现在农村自建房的减少与重点工程的增加，消费建材体现在精装集采以及装修公司对个人装修模式的替代。**资金对建材行业影响，从产业链角度看，包括（1）制造业信贷支持与资金周转实力；（2）经销端垫资承受能力影响销售意愿；（3）需求端结算时长与兑付风险。而地产链与基建链也应一分为二看，地产链资金收紧压力持续背景下，我们认为未来一段时间建材投资主线是集中度提升，磨底期间市场手段去产能，同时也是新商业模式形成期。基建链短期继续受益逆周期调节力度，重点工程、市政工程有望加大投入，增量有空间保障竞争程度不及地产链激烈，短期盈利具备稳定性。

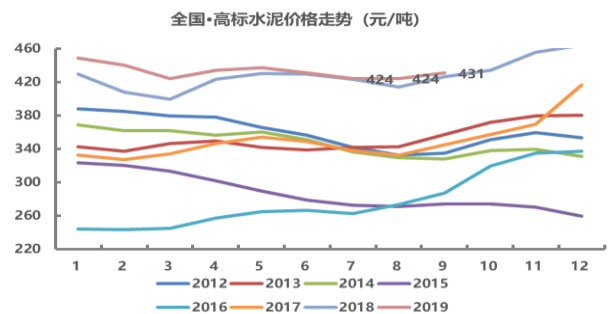
短期关注水泥普涨行情，建议弹性角度关注雨水负面影响较大的区域，例如广东、湖南及江西，下游需求恢复与广西价格上调后，广东有望中秋节后迎来上涨行情，湖南长株潭公布第二次上调，累计执行幅度50-60元/吨，江西九江大部分企业上调执行20元/吨。此外，水泥供给端有望边际收紧，秋季错峰与事件性停产影响出货节奏与供需关系，有望引起价格超预期变化。具体看来，（1）关注山西、山东、河南、河北秋季错峰计划执行，旺季停窑有望引起阶段性供应不足。（2）我们预计事件性停产停工仅带来阶段性需求下降，价格上调弥补销量缩减的可能性较大，停产前后工程赶工需求集中，整体工程量并不因事件性停工而减少。下半年可能带来区域停产停工的事件包括：北京（国庆70周年活动，10月），武汉（军运会，10月18日-27日），上海（进博会，11月5日-10日）等。冬季错峰生产执行力度有望维持，例如枣庄发布秋冬错峰生产方案，全市水泥（含粉磨）错峰时间为2019年11月15日-2020年3月15日，跨度4个月。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。当前水泥板块基建端需求边际向好，旺季价格上涨利好企业盈利，建议继续重点关注海螺水泥、华新水泥、祁连山、冀东水泥、天山股份、上峰水泥。

图 5：全国水泥累计产量同比 (%)



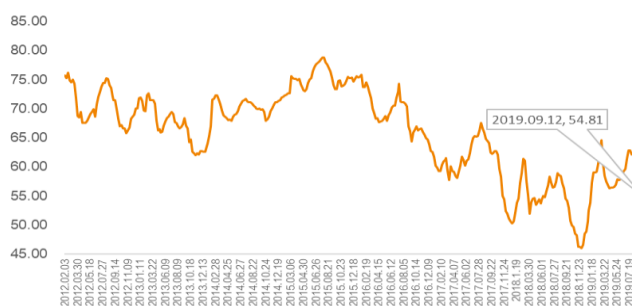
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：全国水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



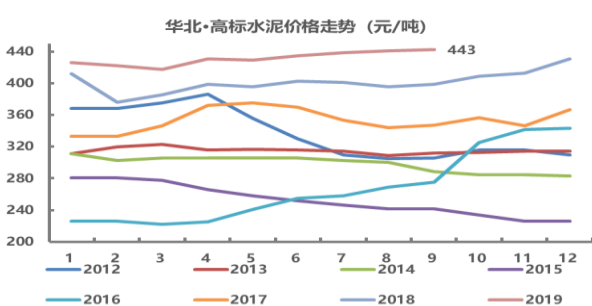
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 7：全国水泥库容比 (%)



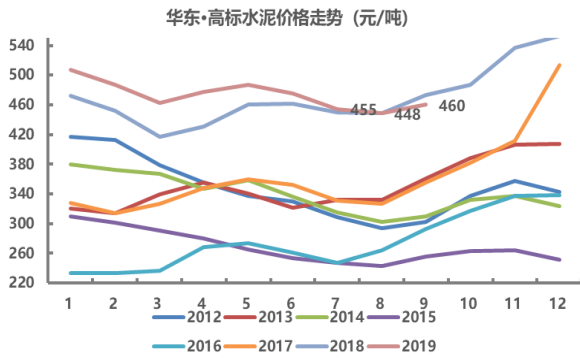
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



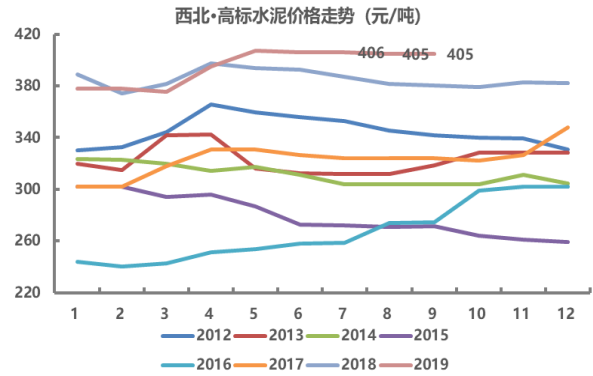
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）（月度均价）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：西北区域 42.5 袋装水泥价格走势（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：需求环比改善，价格持续走高

8 月全国平板玻璃产量 7898 万重箱，同比上升 5.1%，环比 7 月增速下降 0.4 个百分点；1-8 月全国平板玻璃累计产量 6 亿 1752 万重箱，同比上升 5.2%；需求方面，1-7 月全国房屋竣工面积 4.16 亿平方米，同比下滑 10.0%，环比下滑幅度减少 1.3 个百分点。

点评：据中国玻璃期货网数据显示，19 年 8 月末产能 9.38 亿重箱，产能同比下降 0.2%。18 年年初玻璃价格高，企业加快复产，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，今年玻璃价格水平较低，企业复产意愿不强，叠加高基数影响，供给端继续呈现稳定收缩的态势。1-8 月份全国玻璃产线共冷修了 13 条线，合计减少产能 9100 吨日熔量，符合我们之前对 19 年是冷修大年判断；冷修复产 14 条，其中 8 月复产 4 条线，由于旺季来临，部分企业加快了复产节奏，新建产线 2 条，合计增加产能 10750 吨日熔量，整体看产能保持平稳状态。

图 11：玻璃累计产量（万重箱）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：企业玻璃库存



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

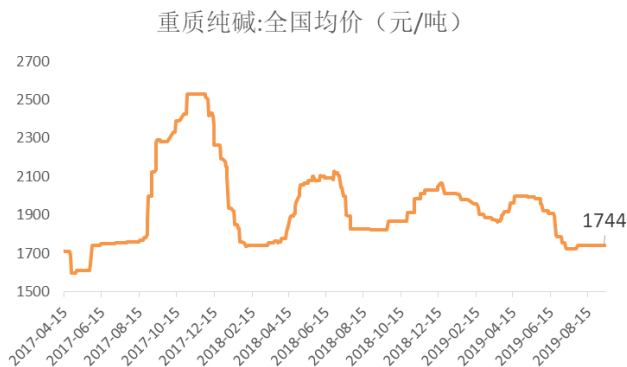
虽然 8 月份复产 4 条线，但是微观需求开始有所起色，首先是库存下降明显，自 4 月之后行业整体库存开始下降，8 月末库存比 4 月末高点下降 777 万重箱，8 月末存货同比增长 27.1%，相比较 4 月末下降 7 个百分点；其次看需求面，虽然竣工数据依旧保持同比下降，但是降幅开始收窄，符合我们前期对竣工数据的判断，而且玻璃是竣工的最前端需求，从库存的下降幅度来看也印证了需求不差，因此价格反弹明显，从 4 月末不到 1500 元/吨，增加到当前的 1615 元/吨，虽然整体库存比历史水平高，但是当前去库存态势良好，而且高库存情况主要出现在有色玻璃品种，普通白玻库存水平正常，因此不必过度担忧，玻璃价格涨势有望贯穿 3 季度。成本方面主要原料纯碱价格依旧在低位，短期来看，随着玻璃价格走高，企业的盈利情况有望继续改善。8 月玻璃价格延续 7 月涨势，随着“金九银十”旺季到来，玻璃价格有望保持涨势，长期来看需求端的改善情况决定玻璃价格涨幅和延续性。竣工同比数据降幅继续收窄，继续看好后期竣工需求抬升。

图 13：玻璃价格



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 14：纯碱价格



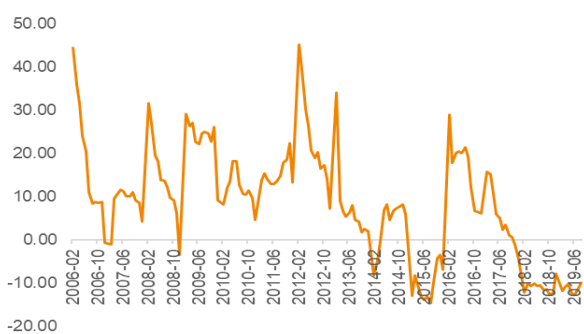
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 消费建材：竣工单月同比增长 2.78%，关注产业链相关标的

1-8 月房屋竣工面积累计同比下滑 10.0%，降幅比前值继续收窄 1.3 个百分点，占比约 70% 的住宅竣工面积下滑 9.6%，降幅比前值收窄 0.9 个百分点。1-8 月房屋施工面积累计同比增长 8.8%，比前值下降 0.2 个百分点，**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，累计增速超过 5% 已经持续 8 个月。**此外，1-8 月建筑及装潢材料商品零售额同比增长 3.5%，比前值提高 0.4 个百分点，15 个品类中排名第 11（前次为第 10）。

我们看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 3 个月改善，8 月单月同比增长 2.78%。建筑及装潢材料零售增速持续低迷，与地产链融资压力以及 C 端模式不及 B 端景气有关，我们建议关注 3 个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B 端增速快于 C 端零售，关注 B 端占优标的以及 B/C 模式转换成本较低的标的；三是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居、管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、涂料龙头三棵树、五金龙头坚朗五金等。

图 15：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 16：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