

建筑材料

证券研究报告

2019年10月18日

旺季如期而至，基建预期向上，竣工连续回暖

水泥：1-9月全国水泥累计产量16.9亿吨，同比增长6.9%，去年同期为微增1%；其中，9月单月产量2.2亿吨，同比增长4.7%，环比增长3.6%（旺季影响）。

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，但同比增速比前值略有下降，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）西北方需求同比显著改善，例如9月磨机运转率为74.27%，同比提高近14个百分点；3）华北部分地区受大庆停工影响，供需双限，例如9月磨机运转率为46.67%，同比下降6.67个百分点；4）新增产能影响（截止今年8月，全国新增熟料产能超过900万吨，2018年新增2043万吨）；5）基建投资拉动。

下游需求方面，1-9月固投（不含农户）同比增长5.4%，增速比前值回落0.1个百分点。直接影响水泥需求的地产和基建投资保持增长，其中，地产方面，房地产开发投资1-9月累计同比增长10.5%，**结束连续4个月的环比下降表现，与前值持平；**房屋新开工面积累计同比增长8.6%，增速比前值下降0.3个百分点，降幅收窄，9月单月同比增速6.66%，增速环比改善。1-9月累计同比增速8.7%，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%），累计增速环比前值下降0.1个百分点，**环比降幅收窄，**9月单月同比增速7.59%（前值0.61%，旺季和天气影响）；**从施工与竣工结合角度看，竣工连续4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，9月仍实现近2.1亿元的较高单月施工水平，继续支撑房屋施工水泥需求。**基建方面，**我国基础设施整体存量水平大约相当于发达国家的20-30%，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。1-9月基建投资不含电力口径同比增长4.5%，增速比前值加快0.3个百分点，**与2018年全年增速相比提高0.7个百分点，道路、铁路投资增速分别为7.9%、9.8%，增速比前值分别加快0.2、回落1.2个百分点。截止9月已发行新增地方政府专项债2.15万亿元，超4成用于在建项目，按计划10月底前全部拨付到实际项目上。

基建投资预期向上，社融表现超市场预期，建材上下游资金流动性有望改善。短期关注水泥普涨行情，弹性角度关注雨水负面影响较大的区域，治超尚未形成独立影响，后续进展有待观察。建议继续重点关注海螺水泥、祁连山、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥、天山股份。

玻璃：9月全国平板玻璃产量8015万重箱，同比上升7.1%，环比8月增速提升2个百分点；1-9月累计产量6亿9758万重箱，同比上升5.4%。

点评：库存下降明显，自4月之后行业整体库存开始下降，**9月末库存比4月末高点下降810万重箱，9月末存货同比增长19.4%，相比较4月末下降约15个百分点；**需求方面，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。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1658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。**9月玻璃价格延续前期涨势，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。继续推荐旗滨集团，公司三季度业绩继续改善，作为行业龙头随着玻璃价格走高业绩弹性大。

消费建材：1-9月房屋竣工面积累计同比下滑8.6%，降幅比前值继续收窄1.4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9个月。**1-9月建筑及装饰材料商品零售额同比增长3.6%，比前值提高0.1个百分点，15个品类中排名第11（前次为第11）。

点评：我们看好施工向竣工传导，**竣工同比增速已连续4个月改善，**9月单月同比增长4.81%。建筑及装饰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

- 1 《建筑材料-行业研究周报:供给侧影响助推旺季行情，关注水泥板块》 2019-10-12
- 2 《建筑材料-行业研究周报:基建加码需求延续，重视水泥旺季涨价行情》 2019-09-29
- 3 《建筑材料-行业研究周报:交通强国加码水泥需求，关注三季报预期差品种》 2019-09-22

1. 水泥：旺季如期而至，基建投资预期向上

1-9 月全国水泥累计产量 16.9 亿吨，同比增长 6.9%，去年同期为微增 1%；其中，9 月单月产量 2.2 亿吨，同比增长 4.7%，环比增长 3.6%（旺季影响）。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，但同比增速比前值略有下降，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）西北方需求同比显著改善，例如 9 月磨机运转率为 74.27%，同比提高近 14 个百分点；4）华北部分地区受大庆停工影响，供需双限，例如 9 月磨机运转率为 46.67%，同比下降 6.67 个百分点；3）新增产能影响（截止今年 8 月，全国新增熟料产能超过 900 万吨，2018 年新增 2043 万吨）；5）基建投资拉动。

下游需求角度看，1-9 月固投（不含农户）同比增长 5.4%，增速比前值回落 0.1 个百分点。直接影响水泥需求的地产和基建投资保持增长，其中地产方面，房地产开发投资 1-9 月累计同比增长 10.5%，结束连续 4 个月的环比下降表现，与前值持平；房屋新开工面积累计同比增长 8.6%，增速比前值下降 0.3 个百分点，降幅收窄，9 月单月同比增速 6.66%，环比改善（6-8 月分别为 8.88%、6.56%、4.89%）。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，1-9 月累计同比增速 8.7%，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%），累计增速环比前值下降 0.1 个百分点，环比降幅收窄，9 月单月同比增速 7.59%（前值 0.61%，旺季和天气影响）；从施工与竣工结合角度看，竣工连续 4 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，9 月仍实现近 2.1 亿平的较高单月施工水平，继续支撑房屋施工水泥需求。

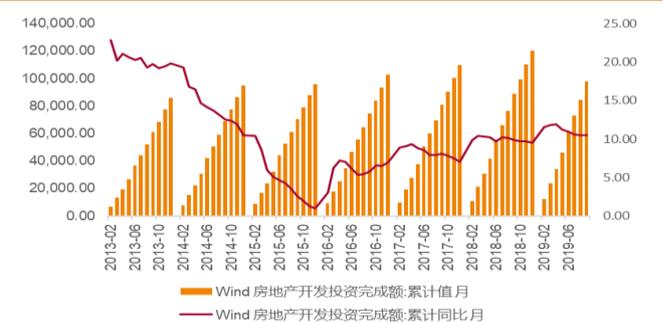
基建方面，我国基础设施增长仍有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的 20-30%，结合明年专项债部分新增额度的提前下达以及加大逆周期调节力度的政策指引，我们看好四季度基建投资增速，在房屋新开工增速放缓的背景下，水泥需求有望得到对冲支持。1-9 月基建投资不含电力口径同比增长 4.5%，增速比前值加快 0.3 个百分点，与 2018 年全年增速相比提高 0.7 个百分点，道路、铁路投资增速分别为 7.9%、9.8%，增速比前值分别加快 0.2、回落 1.2 个百分点。截止 9 月已发行新增地方政府专项债 2.15 万亿元，超 4 成用于在建项目，按计划 10 月底前全部拨付到实际项目上。

图 1：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



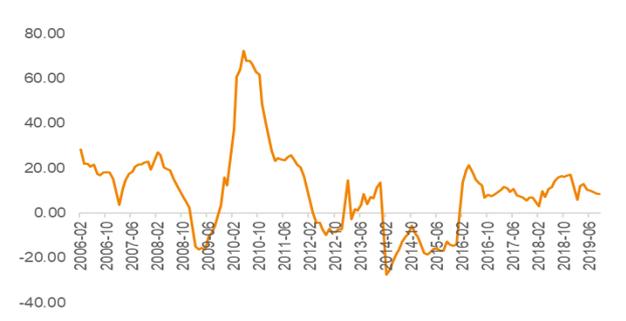
资料来源：wind，天风证券研究所

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（%）

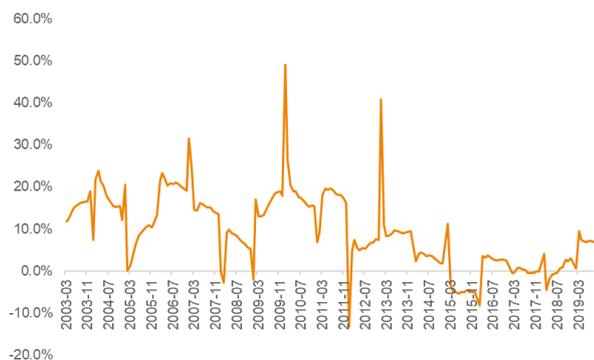


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

基建投资预期向上，社融表现超市场预期，建材上下游资金流动性有望改善。9月新增社融 2.27 万亿，存量社融增速 10.8%，显著高于市场预期。其中，企业中长期贷款继续改善，预计基建融资需求部分贡献，10月15日央行2019年第三季度金融统计数据新闻发布会提到“9月末基础设施行业的中长期贷款同比增长 8.9%，比上年末高 0.3 个百分点，这个速度是今年以来的高点”。**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。**

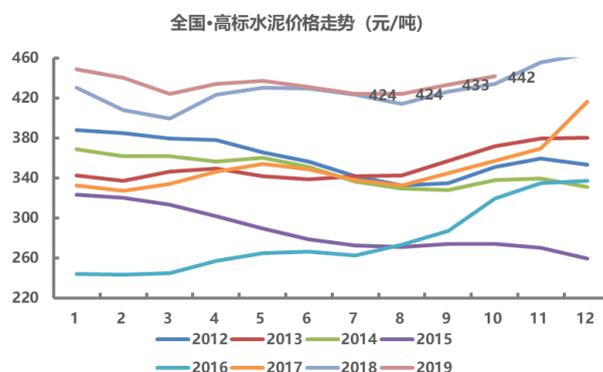
短期关注水泥普涨行情，弹性角度关注雨水负面影响较大的区域，例如广东、湖南及江西。此外，辽宁及无锡超载引发交通事故，部分地区严厉治超，我们判断对水泥行业影响偏正面，特别是辽宁南下水泥熟料有望控制，以及原材料、辅料等运输费用增加，不排除从成本端支撑水泥价格上行，但目前治超尚未形成独立影响，后续进展有待观察。此外，**秋冬季错峰生产执行力度有望维持**，例如黑龙江省近日发布《关于做好黑龙江省 2019-2020 年采暖期水泥错峰生产工作的通知》，时间范围：2019 年 10 月 20 日至 2020 年 4 月 20 日，执行企业范围：省内所有水泥熟料生产企业（含电石渣），协同处置或危废处置的产线除外，但要适当降低生产负荷。山东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、祁连山、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥、天山股份。

图 5：全国水泥累计产量同比 (%)



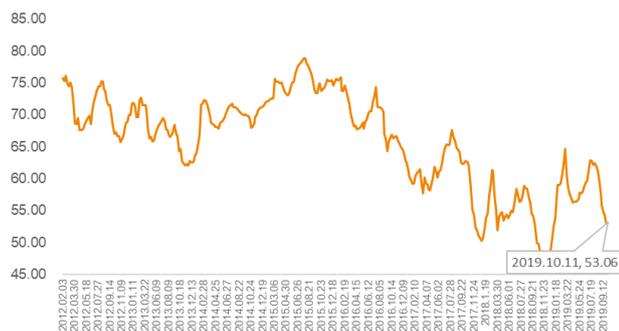
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：全国水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



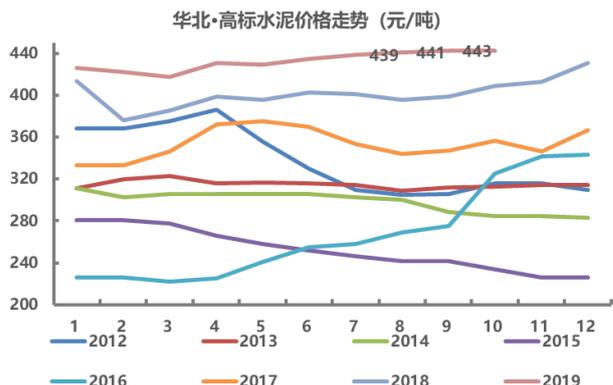
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 7：全国水泥库容比 (%)



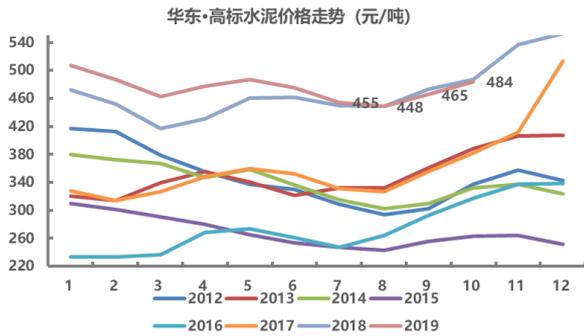
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



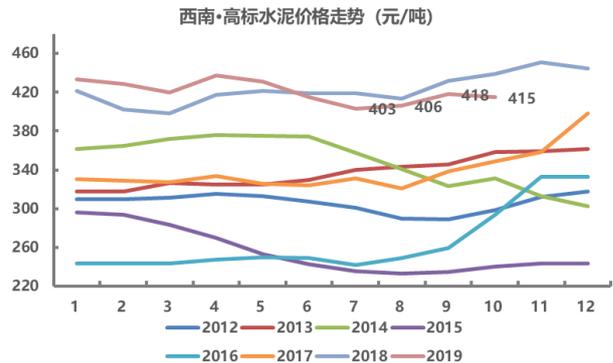
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

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）



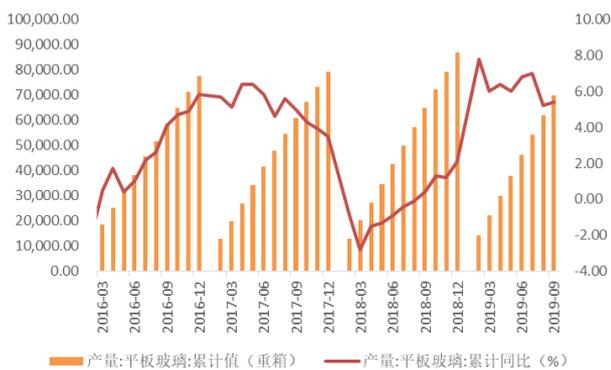
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

2. 平板玻璃：需求环比改善，价格持续走高

2019 年 9 月全国平板玻璃产量 8015 万重箱，同比上升 7.1%，环比 8 月增速提升 2 个百分点；1-9 月全国平板玻璃累计产量 6 亿 9758 万重箱，同比上升 5.4%；需求方面，1-9 月全国房屋竣工面积 4.67 亿平方米，同比下滑 8.6%，环比下滑幅度减少 1.4 个百分点。

点评：据中国玻璃期货网数据显示，19 年 9 月末产能 9.26 亿重箱，产能同比下降 3.2%。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，今年玻璃价格虽然在下半年逐步抬高，但是受环保、冷修成本高等因素，复产产线有限。1-9 月份全国玻璃产线共冷修了 15 条线，合计减少产能 10200 吨日熔量，符合我们之前对 19 年是冷修大年的判断；冷修复产 15 条，新建产线 2 条，合计增加产能 11650 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

当前时点进入旺季，叠加竣工需求逐步恢复，玻璃价格继续抬高。直观看库存下降明显，自 4 月之后行业整体库存开始下降，9 月末库存比 4 月末高点下降 810 万重箱，9 月末存货同比增长 19.4%，相比较 4 月末下降约 15 个百分点。从需求层面看，虽然竣工数据依旧保持同比下降，但是降幅继续保持收窄，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 1658 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，玻璃价格有望延续至年底赶工期。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。9 月玻璃价格延续前期涨势，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。继续推荐旗滨集团，公司三季度业绩继续改善，作为行业龙头随着玻璃价格走高业绩弹性大。

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



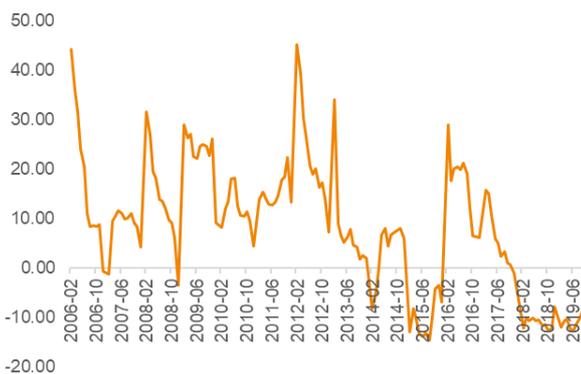
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 消费建材：竣工单月同比增长 4.81%，看好地产后周期

1-9 月房屋竣工面积累计同比下滑 8.6%，降幅比前值继续收窄 1.4 个百分点，占比约 70% 的住宅竣工面积下滑 8.5%，降幅比前值收窄 1.1 个百分点。1-9 月房屋施工面积累计同比增长 8.7%，比前值下降 0.1 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 9 个月。**此外，1-9 月建筑及装潢材料商品零售额同比增长 3.6%，比前值提高 0.1 个百分点，15 个品类中排名第 11（前次为第 11）。

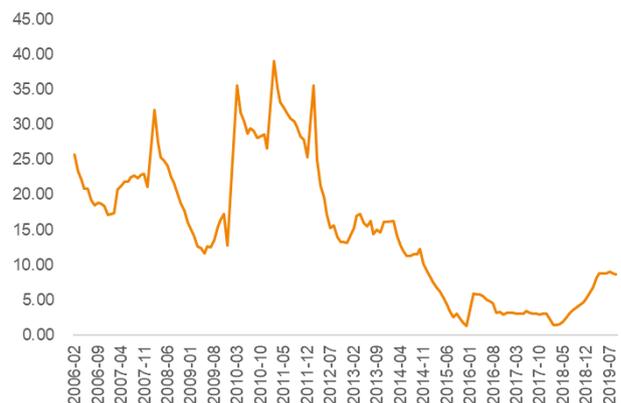
我们看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 4 个月改善，9 月单月同比增长 4.81%。建筑及装潢材料零售增速持续低迷，与地产链融资压力以及 C 端模式不及 B 端景气有关，我们建议关注 3 个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B 端增速快于 C 端零售，关注 B 端占优标的以及 B/C 模式转换成本较低的标的；三是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居、管材龙头伟星新材、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/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