



地产后周期或迎高光时刻 ——建筑建材2020年投资策略

分析师：刘萍
执业编号：S0300517100001
电话：0755-83331495
邮箱：liuping_bf@lxsec.com

2019年11月3日

目录



2020年房地产投资展望



2020年基建投资展望



行业投资策略及主要标的

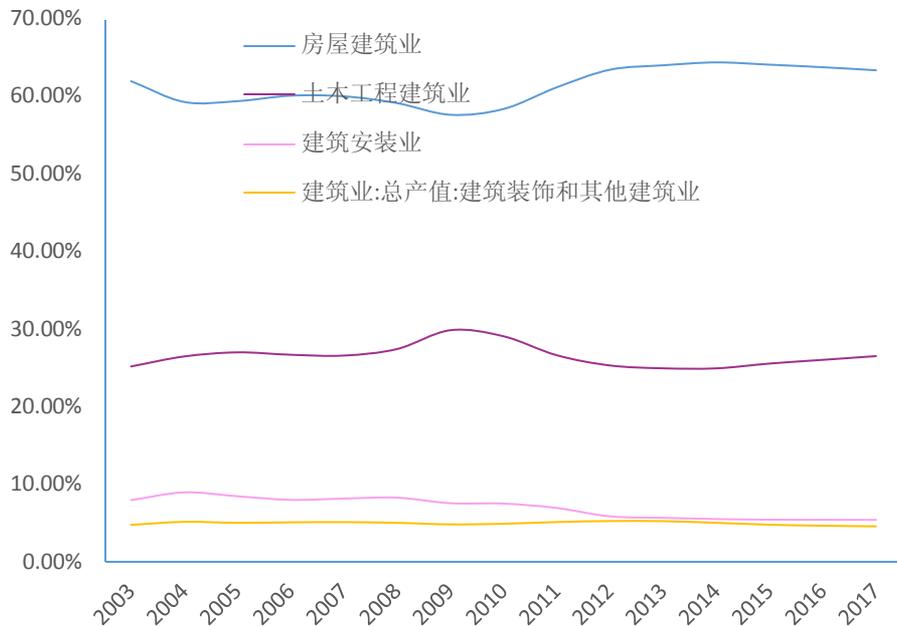


玻璃的主要逻辑

1

行业需求主要由地产和基建决定

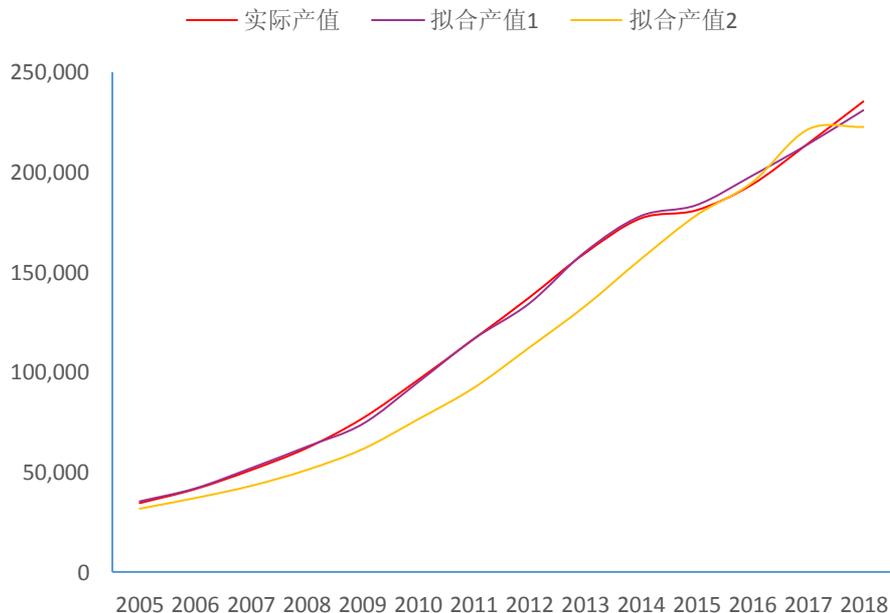
房建占建筑工程总产值的60%



- 建筑业总产值主要由四大部分构成：
 - 房建占比超过60%（房地产投资）；
 - 土木工程建筑业占比约26%左右（基建）；
 - 建筑安装业占比约8%；
 - 建筑装饰业占比约5%；

资料来源：Wind，联讯证券研究院

建筑业产值拟合情况



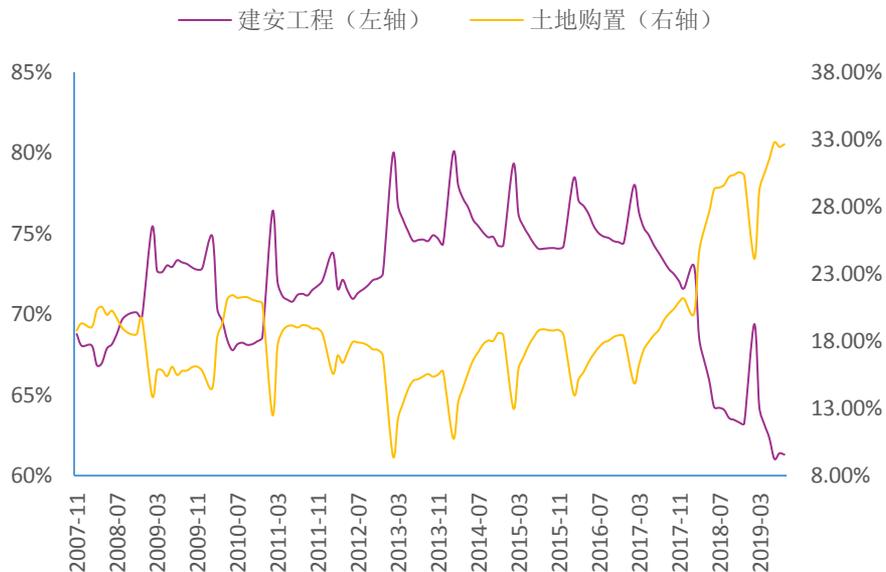
- 事实上，用基建和地产二元回归的效果好于用FAI（图中拟合产值1是地产、基建二元回归，拟合产值2是用FAI作一元回归）
- 因此房地产投资、基建投资是行业需求的主要来源，其中房地产投资对行业需求有决定性力量。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

3

房地产投资的结构变化

房地产投资的构成

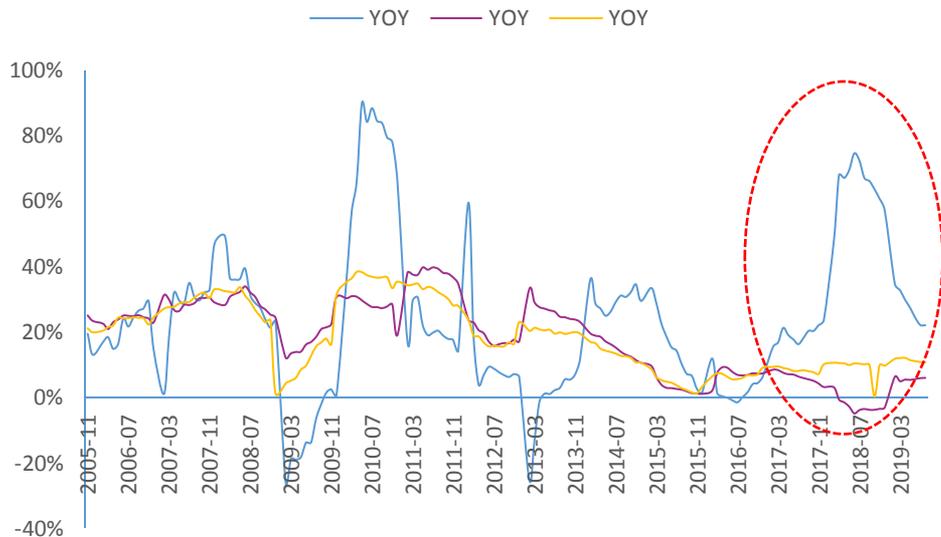


- 2017年以前，土地购置在房地产投资中的占比不超过20%，建安工程投资占比超过70%；
- 2017年成为房地产投资结构变化的分水岭，土地购置占比大幅提升至目前的33%左右，而建安工程投资下降至大约60%。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

房地产投资的构成

- 2017年以来，房地产投资增速是靠土地购置支撑，而不是靠建安工程



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

房地产建筑工程投资今年有望较快增长



- 1、15年以后，建筑工程投资一直低位徘徊，18年甚至负增长；
- 2、19年以来，房地产建筑工程投资增速反弹，1-9月增速已达意味着来自房地产的真实需求出现回暖；

资料来源：Wind，联讯证券研究院

6

2020年来自房地产的需求如何看？

来自地产的需求2020年不会太差



定性的结论：我们认为2020年来自地产投资的真实需求不会差，主要在于房地产建筑工程投资15年以后一直不好，19年开始有所反弹，我们认为反弹有一定的持续性，毕竟销售、新开工从历史的角度看也还处于较高的水平。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

定量分析：底线思维假设政策对地产增速的容忍底线是5%。

由于地产投资主要由建筑、土地购置和其他构成，其他占比较小，我们假设其明年增长5%；而土地购置费的趋势性方向是比较明确的，由于现行指标土地成交金额已经大幅下滑，2020年土地购置费下滑是大概率事件。

在此基础上，我们可以对不同土地购置费增速下的建筑工程投资增速做出测算。

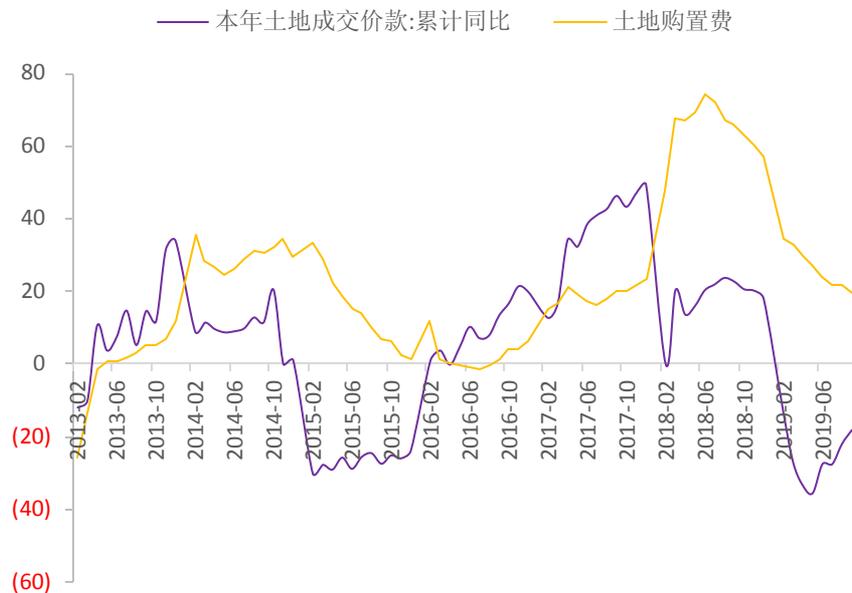
如果明年土地购置费增速下滑至-5%，则建筑工程投资增速约10%才能将房地产投资的增速维持在5%。

来自地产的需求2020年不会太差

	2019E	2020E							
		-25	-20	-15	-10	-5	0	5	10
土地购置费增速%									
土地购置（亿元）	41641.41	31231.06	33313.13	35395.20	37477.27	39559.34	41641.41	43723.49	45805.56
建筑工程（亿元）	74723.91	90952.53	88870.46	86788.39	84706.32	82624.25	80542.18	78460.11	76378.04
YOY		21.72	18.93	16.15	13.36	10.57	7.79	5.00	2.21
其它（亿元）	15417.02	16187.87	16187.87	16187.87	16187.87	16187.87	16187.87	16187.87	16187.87
合计（亿元）	131782.34	138371.46	138371.46	138371.46	138371.46	138371.46	138371.46	138371.46	138371.46

资料来源：Wind，联讯证券研究院

土地成交领先土地购置费一年左右



土地购置费滞后土地成交价款一年左右；
而土地成交价款增速2019年以来已经大幅下滑；
2020年土地购置费下滑至负增长是大概率事件

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

房地产投资2020年将向竣工端传导

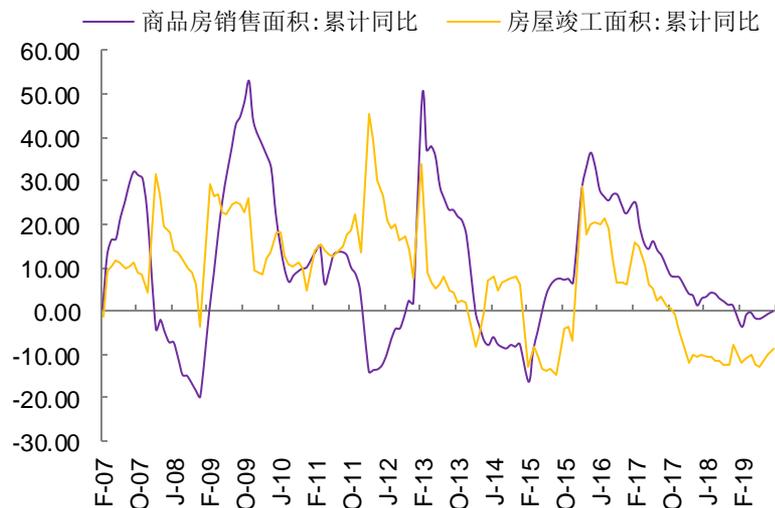
- 1、房地产竣工高峰基本以4年为一个周期，与项目的建设周期有关，也与拿地周期有关；
- 2、2012、2016是之前的两轮高峰，前2020年有望迎来又一个竣工高峰；
- 3、2019年8月，房地产竣工面积当月增速已经由负转正。

房地产投资正在向竣工端传导



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

竣工面积之后销售两年左右



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

目录

- 1 2020年房地产投资展望
- 2 2020年基建投资展望
- 3 行业投资策略及主要标的
- 4 玻璃的主要逻辑

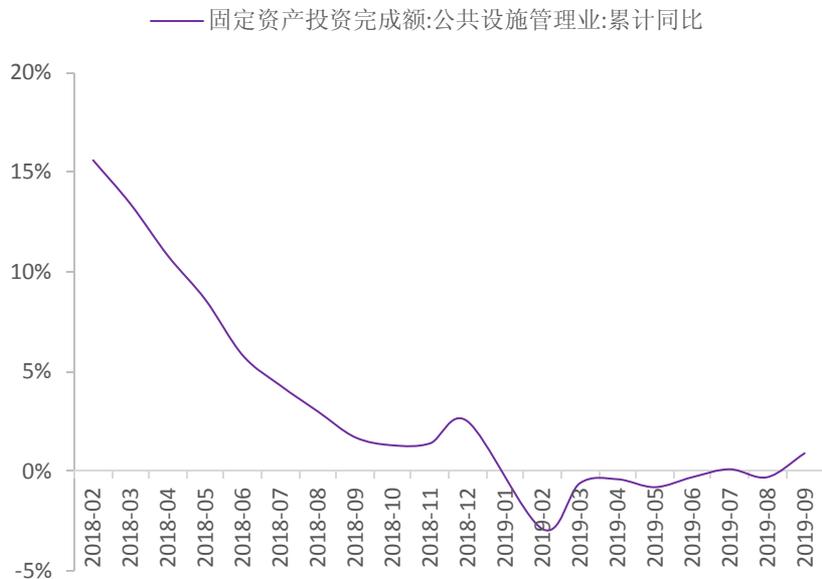
基建投资不是只有铁公机

一级分类	二级分类	2018年完成投资	占基建投资比例
电力、热力、燃气和水的生产	电力、热力的生产	27797.93	15.78%
	燃气	19342.42	10.98%
	水	2372.49	1.35%
		6352.05	3.61%
交运、仓储和邮政业		63572.07	36.08%
	铁路	7597.87	4.31%
	道路	43608.48	24.75%
	仓储业	6766.65	3.84%
	其它合计	4547.74	2.58%
水利、环境和公共设施管理业		84814.77	48.14%
	水利管理业	9529.81	5.41%
	生态保护和环境治理业	5465.95	3.10%
	公共设施管理业	69968.68	39.71%

- “铁公机”不等于基建，事实上，铁公机占比只有30%；
- 基建的大头是公共设施管理业：主要包括各种场馆、公园绿化、市容环卫等；

资料来源：Wind，联讯证券研究院

公共设施管理业投资增速转正



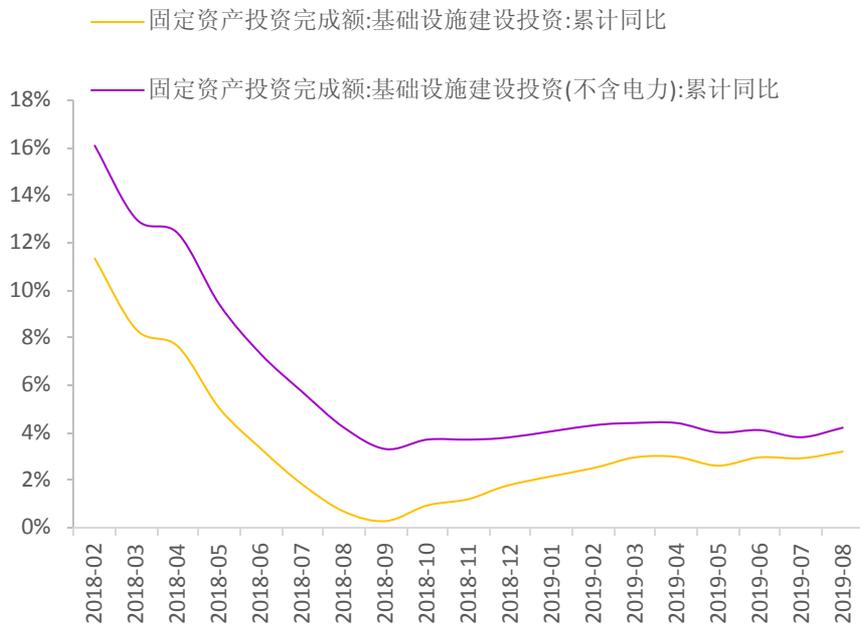
去年乃至今年大部分时候，基建一直不好，并不是“铁公机”不好，而是公共设施管理业的投资不好。

对于地方政府来说，去年以来，基建一直是选择题，最后资金和项目都流向了交通和生态建设领域；

但是我们在9月份观察到，公共管理业投资增速开始转正，这意味着基建投资开始扩散，也意味着可能地方政府融资状况等有所好转。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

基建投资Q4有望继续弱复苏



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

2020年基建投资不会差:

1、今年以来, FAI继续拖累GDP增速, 前8月FAI增速仅5.5%, 环比继续回落, 且制造业投资下滑较快,

根据前面的分析, 2020年尽管来自房地产的需求不会差, 但房地产投资增速下行是确定性事件;

在整个固定资产投资中, 基建+房建占比约47%左右, 在制造业指望不上的时候, 基建大概率依然要作为托底的手段,

2、且9月国常会释放积极信号以来, 我们观察政策面正在多点着力;

2020年基建投资增速定量分析

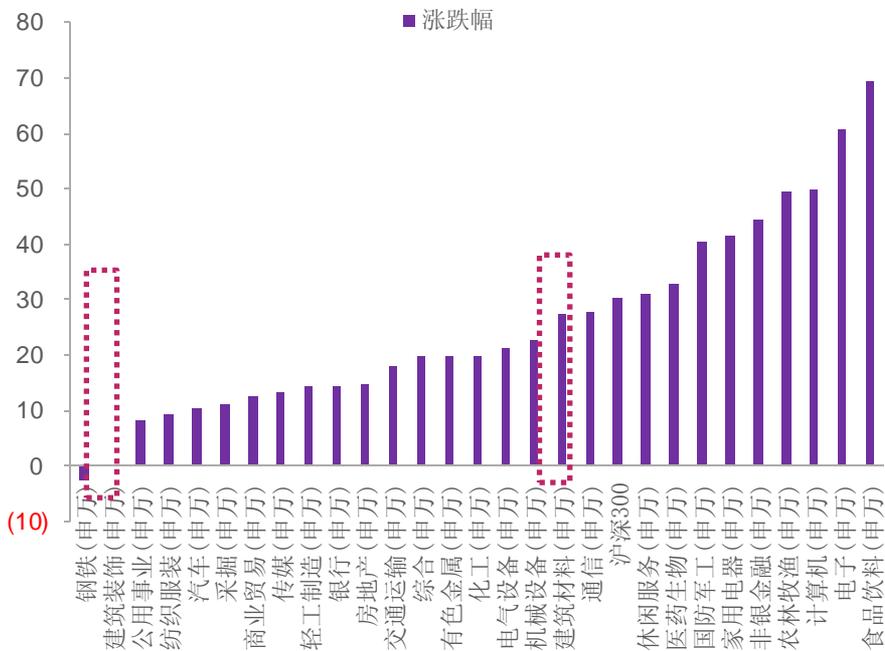
一级分类	二级分类	19年1-9月投资占比	19年1-9月增速	悲观	中性	乐观
电力、热力、燃气和水的生产		15.30%	0.40%	4.14%	4.14%	4.14%
	电力、热力的生产	65.86%	-5.10%		0.00%	
	燃气	9.83%	12.70%		10.00%	
	水	26.27%	16.20%		12.00%	
交运、仓储和邮政业		36.25%	4.70%	6.53%	6.53%	6.53%
	铁路	11.06%	9.80%		7.00%	
	道路	71.96%	7.70%		8.00%	
	其它合计	16.98%	-9.42%		0.00%	
水利、环境和公共设施管理业		48.45%	3.50%	5.42%	7.55%	9.57%
	水利管理业	9.70%	1.90%		2.00%	
	生态保护和环境治理业	7.03%	40.00%		30.00%	
	公共设施管理业	80.73%	0.90%	3.00%	6.00%	9.00%
合计	狭义基建			5.89%	7.11%	8.27%
	广义基建			5.63%	6.66%	7.64%

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

目录

- 1 2020年房地产投资展望
- 2 2020年基建投资展望
- 3 行业投资策略及主要标的
- 4 玻璃的主要逻辑

今年以来板块涨幅倒数第二



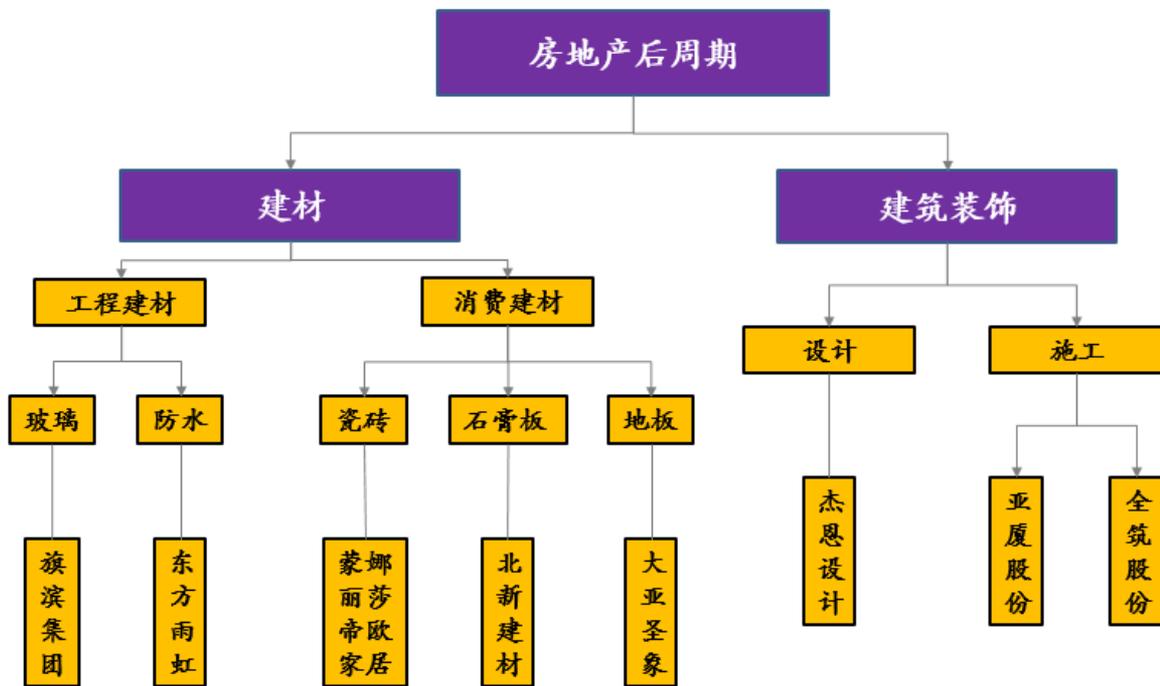
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

2019年板块表现回顾: 今年以来, 建筑装饰板块涨幅仅0.4%, 表现垫底, 有补涨的基础; 建材表现尚可, 主要还是水泥股表现相对较好。

对于2020年, 根据我们前面的分析, 需求端不悲观, 建议循着地产和基建两条线寻找投资机会:

一是房地产向竣工端传导带来的需求好转的机会, 主要方向包括玻璃、消费建材及装饰。个股上, 建议关注玻璃股**旗滨集团**, 消费建材股**东方雨虹**, **北新建材**、**蒙娜丽莎**等、以及装饰股**亚厦股份**、**全筑股份**等

二是基建复苏带来的板块补涨机会: 建议关注低估值业绩确定的**中国中铁**、**中国铁建**、**中国交建**、**葛洲坝**等;



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

16

主要标的盈利预测及估值

主要标的盈利预测

代码	公司	股价	市值	EPS				PE			PB
				2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601636	旗滨集团	4.05	108.85	0.45	0.48	0.54	0.60	8.37	7.48	6.77	1.40
600585	海螺水泥	43.47	2287.82	5.63	6.21	6.33	6.55	7.00	6.86	6.63	1.81
002271	东方雨虹	24.46	364.96	1.01	1.39	1.74	2.17	17.64	14.05	11.28	4.15
000786	北新建材	19.70	332.83	1.46	0.29	1.63	1.87	69.05	12.07	10.56	2.47
002798	帝欧家居	23.03	88.66	0.99	1.41	1.84	2.24	16.36	12.54	10.28	2.55
002918	蒙娜丽莎	15.56	62.58	0.90	1.09	1.40	1.83	14.24	11.14	8.50	2.25
000910	大亚圣象	11.26	62.34	1.31	1.42	1.55	1.67	7.91	7.27	6.75	1.32
300668	杰恩设计	18.19	19.35	0.79	0.94	1.11	1.23	19.34	16.39	14.77	3.98
002375	亚厦股份	5.45	73.03	0.28	0.31	0.38	0.45	17.47	14.33	12.12	0.92
603030	全筑股份	7.10	38.21	0.48	0.65	0.84	1.06	10.92	8.49	6.73	1.81
601186	中国铁建	9.63	1268.10	1.32	1.51	1.68	1.86	6.39	5.73	5.19	0.81
601800	中国交建	9.46	1349.18	1.22	1.35	1.50	1.64	6.99	6.32	5.75	0.81
600068	葛洲坝	5.77	265.70	1.01	1.13	1.24	1.38	5.10	4.66	4.18	0.92
601390	中国中铁	5.83	1366.30	0.70	0.80	0.90	1.00	7.29	6.47	5.80	0.79

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

目录



2020年房地产投资展望



2020年基建投资展望



行业投资策略及主要标的



玻璃的主要逻辑

主要投资逻辑：

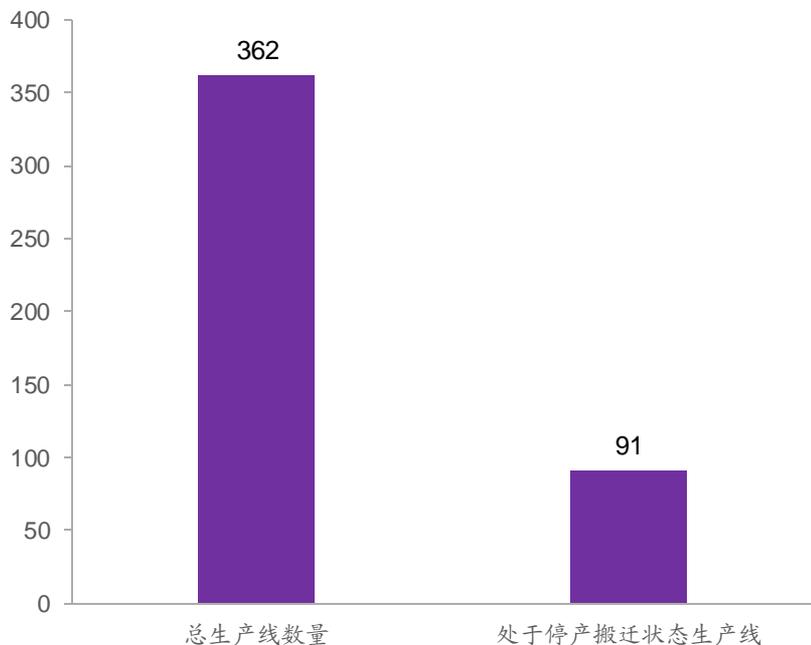
- 1、行业层面在于玻璃的供需新平衡正在重建，根据我们的分析，2019年将成为玻璃行业供需新平衡的起点；减量置换和环保升级确保供给端增量将非常有限，而需求端来看，增长的确定性较高，主要在于一是下游需求在拓宽，新的应用领域带来新的增长，比如光伏；二是房地产从新开工向竣工传导且开窗面积增长、旧改等存量市场不容小觑；
- 2、在供需新平衡下，玻璃行业盈利能力的稳定性将具备坚实基础，在成本端也显著改善的情况下，玻璃行业盈利上行幅度及持续性或将超预期

资料来源：Wind，联讯证券研究院

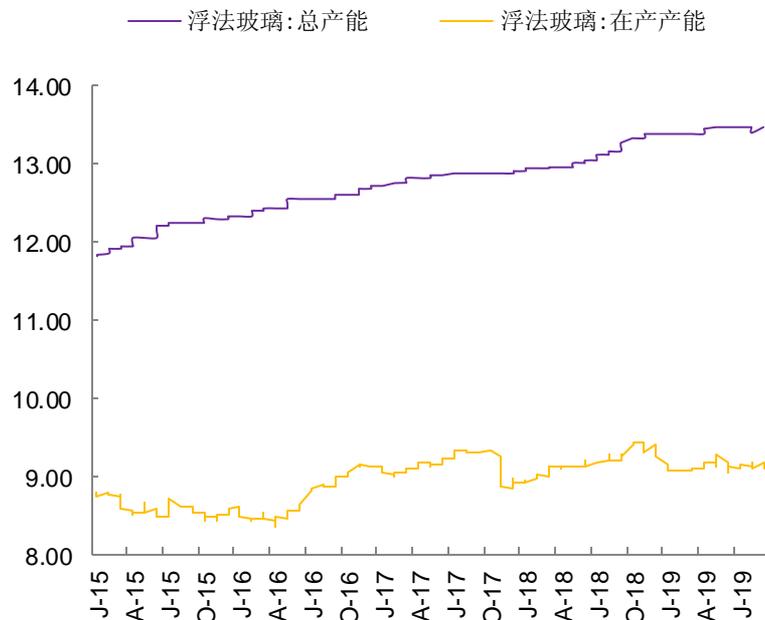
18

供给端：约四分之一产能处于停产状态

截止18年我国浮法玻璃生产线数量（条）



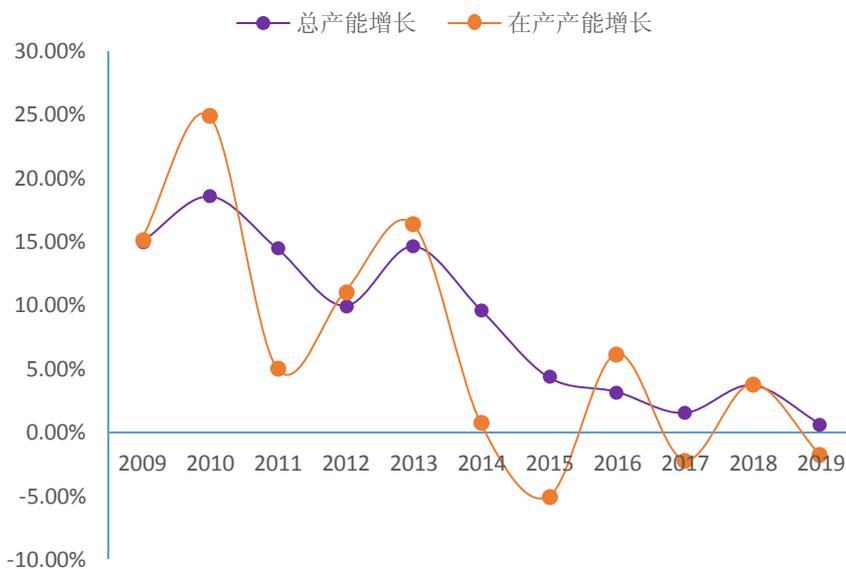
总产能和在产产能（亿重箱）



资料来源：Wind，联讯证券研究院

资料来源：玻璃期货网，联讯证券研究院

浮法玻璃总产能和在产产能情况



资料来源：Wind，联讯证券研究院

1、19年开始，浮法玻璃总产能基本零增长；两个原因，严禁新增，减量置换

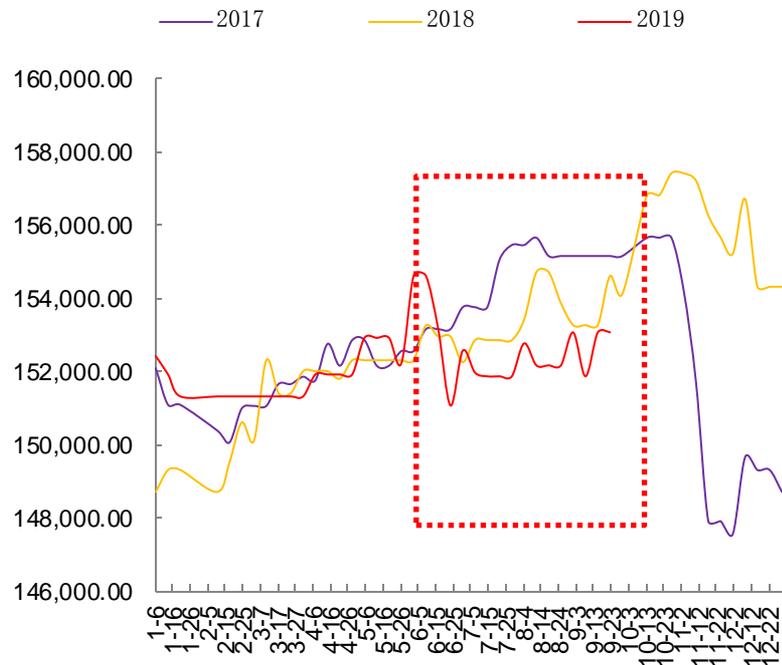
严禁新增：2016年5月《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》规定，2020年底前，严禁备案和新建扩大产能平板玻璃建设项目”。**减量置换**：2018年，《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，2018年8月，工信部、国家发改委联合发布《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》

2、在此政策下，在产产能的供给弹性其实非常有限，目前行业内约25%的产能是僵尸产能，有效产能大约10.1亿重箱，而每年大约5-6%的有效产能处于冷修阶段，因此实际产能大约在9.5亿重箱左右，16年至今，在产产能一直在9亿重箱上下徘徊

供给端：今年环保停产已经造成目前在产日熔量 低于往年

20

玻璃在产日熔量低于2017、2018年同期水平



资料来源：Wind，联讯证券研究院

下半年新增产能有限

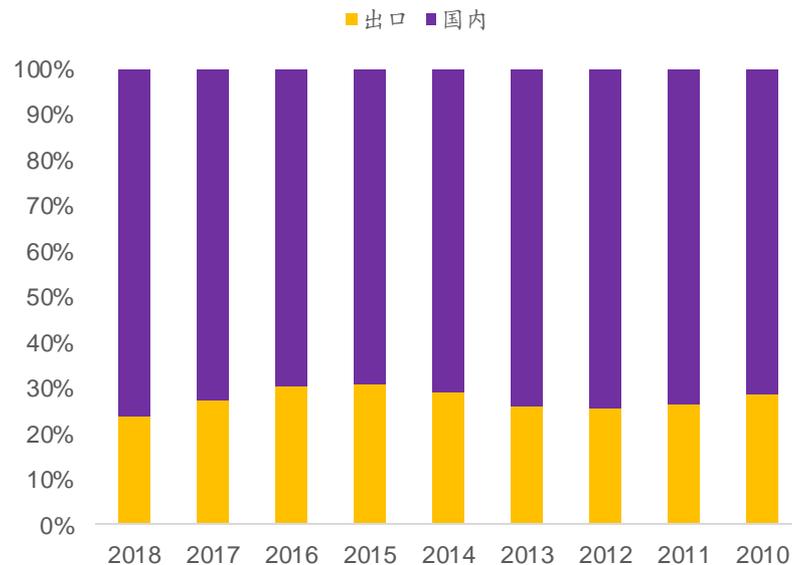
	Q419	2020E
新点火生产线数量	2	2
日熔量	1300	3600
冷修复产生产线数量	6	8
日熔量	4200	4400

资料来源：玻璃期货网，联讯证券研究院

2018年我国玻璃需求量达到8.2亿重箱



玻璃需求中约20%来自出口



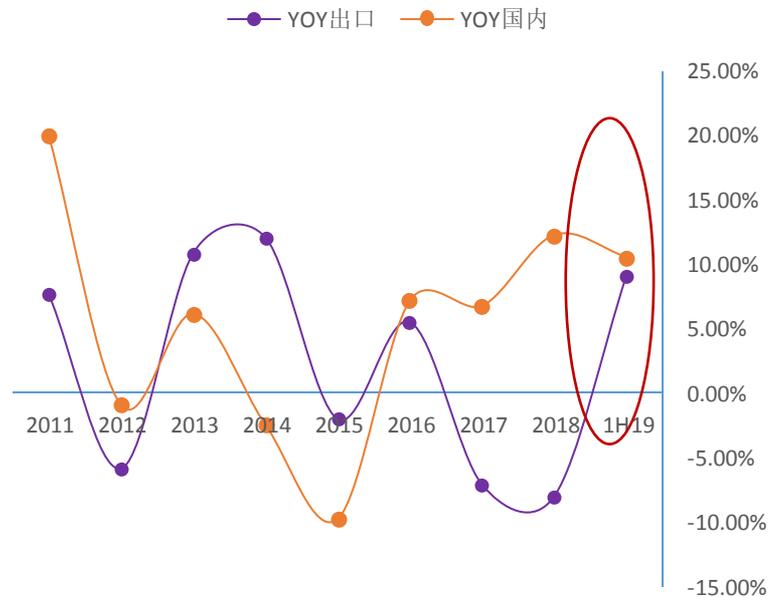
资料来源：Wind，联讯证券研究院

资料来源：玻璃期货网，联讯证券研究院

19年上半年，需求的增长超过10%



19年以来出口和内需同步增长



资料来源：Wind，联讯证券研究院

资料来源：玻璃期货网，联讯证券研究院

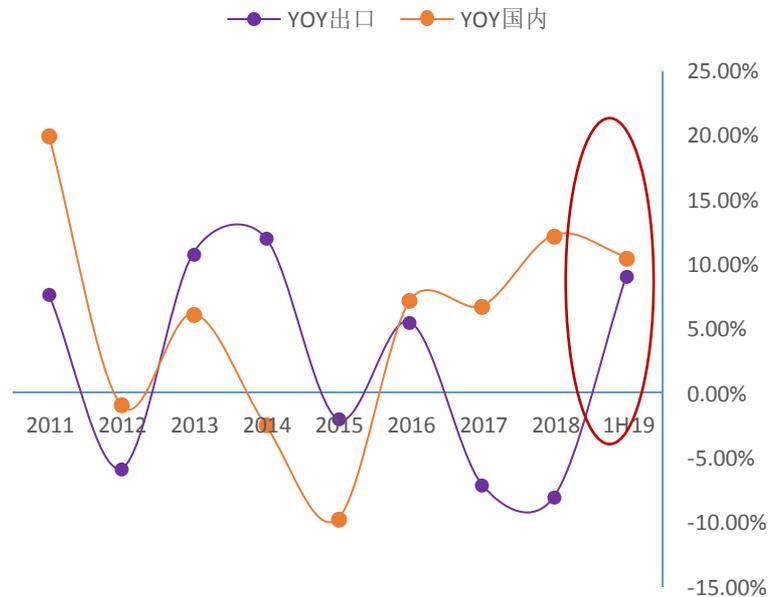
23

需求端：2019年以来需求端增长超过10%

19年上半年，需求的增长超过10%



19年以来出口和内需同步增长

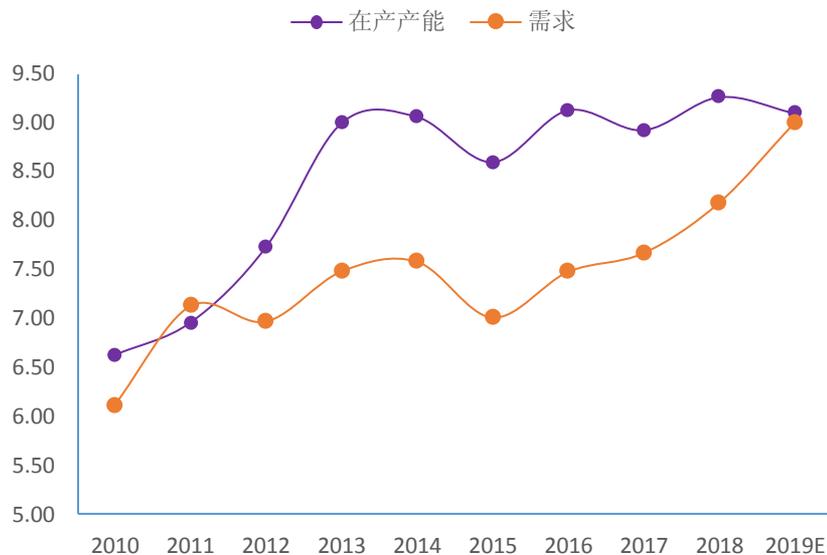


资料来源：Wind，联讯证券研究院

资料来源：玻璃期货网，联讯证券研究院

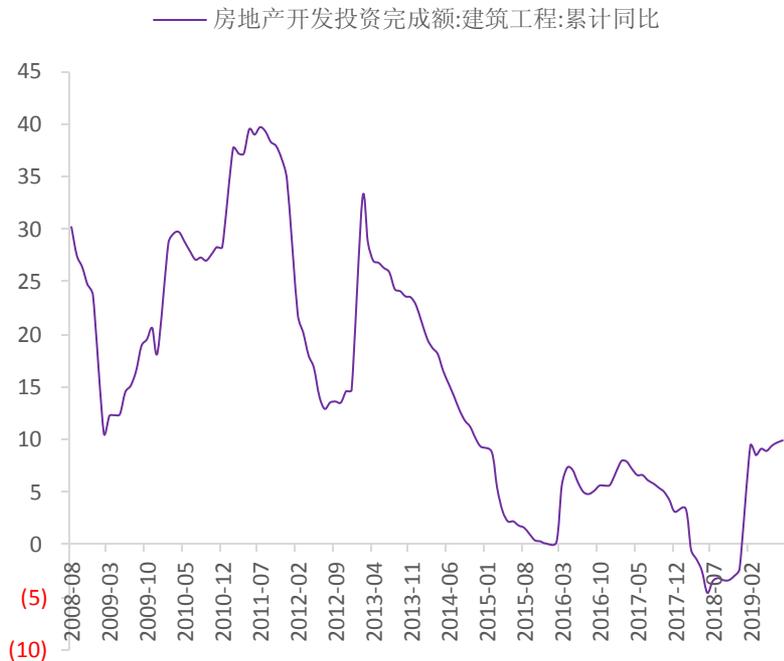
预计未来玻璃供需将处于紧平衡状态（亿重箱）

- 1、2019年供需已经处于紧平衡状态
- 2、未来需求端如果再进一步增长，则供不应求局面出现并非没有可能



资料来源：Wind，联讯证券研究院

房地产建筑工程投资19年开始较快增长



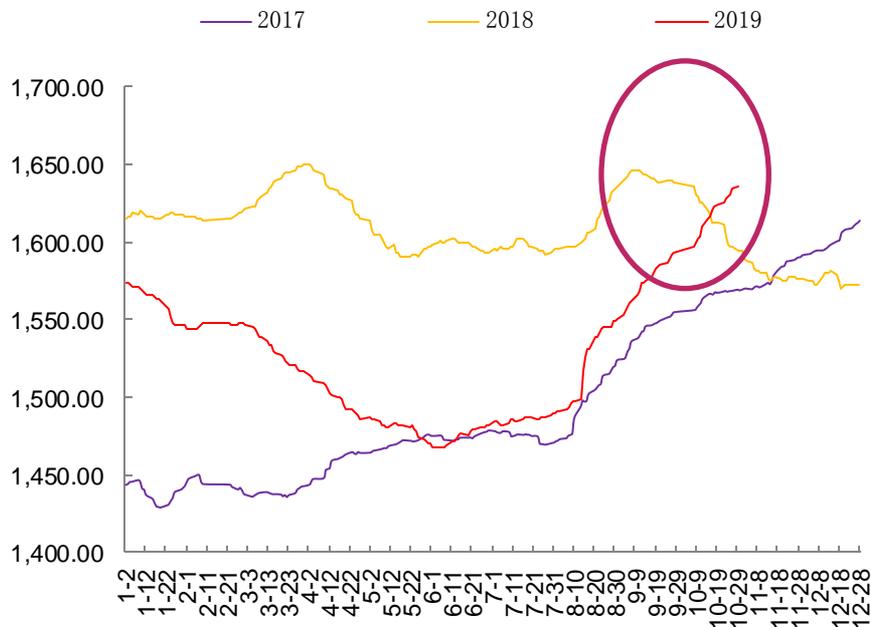
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

需求增长的可能因素

	增量	存量	提质
房地产	建安工程投资19年以来快速增长,	旧改, 存量房重装每年超过800万套	消费升级, 厚度增加, 双层中空渗透率提升
汽车	可能在触底过程	汽车保有量超过2.4亿辆, 破损率较高7%	
其它新的运用领域	光伏背板渗透率提升, 光伏组件本身增长快		

资料来源: 玻璃期货网, 联讯证券研究院

近三年浮法价格价格走势

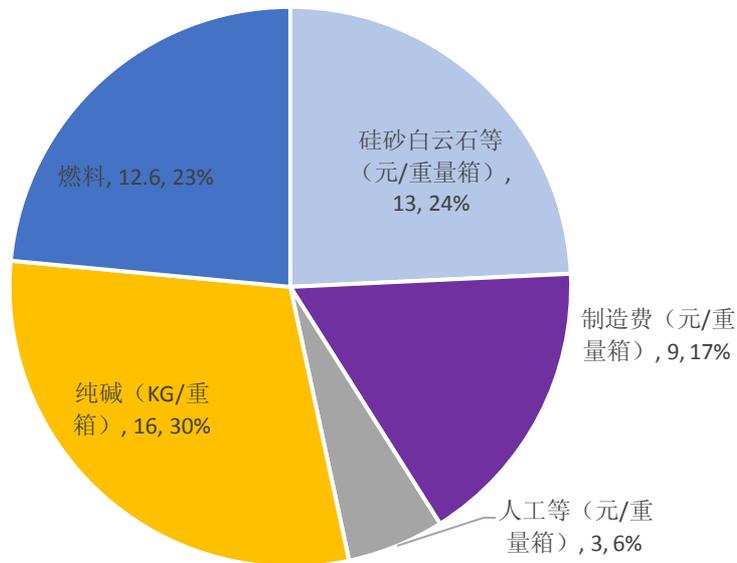


- 1、当前玻璃价格已经超过去年同期水平，我们预计10月下旬价格将打平；
- 2、11月价格有望再推涨一元/箱
- 3、9-11月将明显去库存为年底挺价做好准备
- 4、今年价格上涨的速度快于2017年

资料来源：Wind，联讯证券研究院

成本端：旗滨集团玻璃生产成本构成

石油焦价格走势



纯碱占成本的比重大约30%，每重箱玻璃消耗

纯碱约9.8公斤

其次是燃料，以石油焦为代表，每重箱消耗约

10.5公斤，占比23%；

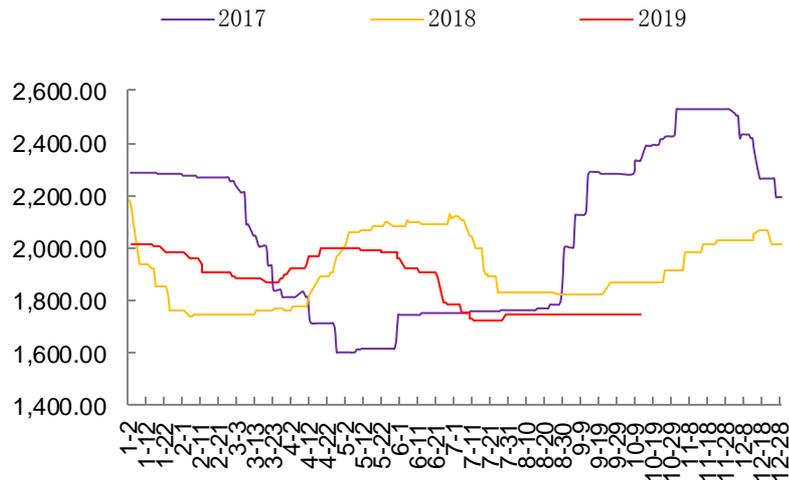
硅砂约9元/重箱

资料来源：Wind，联讯证券研究院

28 成本端：纯碱价格低于去年同期且库存在增加

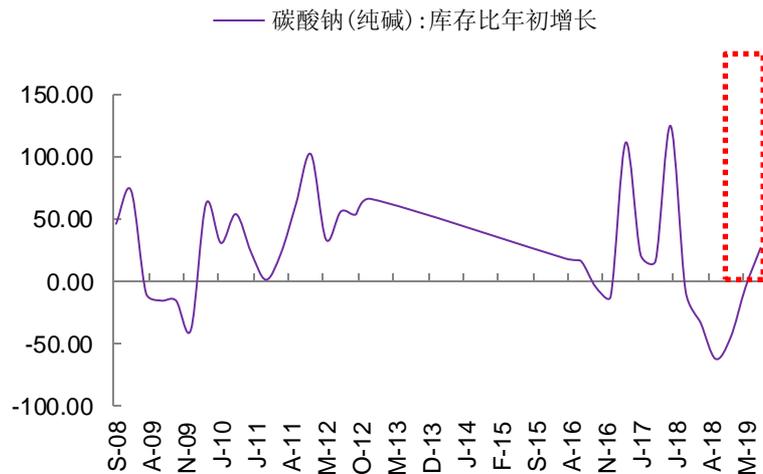
- 纯碱价格低于去年同期水平，而库存较年初已经转正
- 与去年同期相比，意味着箱成本在纯碱上将比去年便宜1.3元

纯碱价格低于2018年同期水平约128元/吨



资料来源：Wind，联讯证券研究院

纯碱库存开始增加

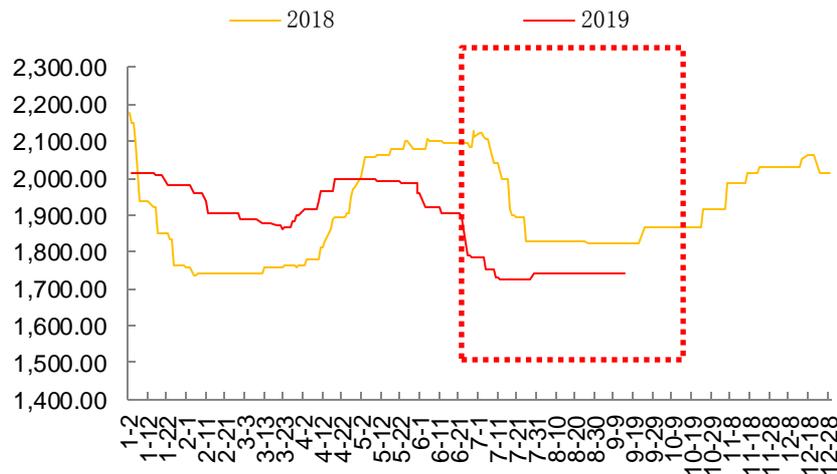


资料来源：wind，联讯证券研究院

成本端：纯碱价格低于去年同期且库存在增加

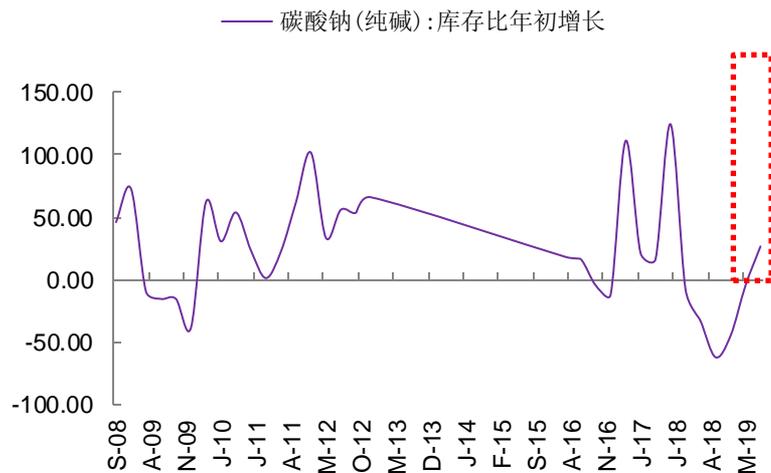
- 纯碱价格低于去年同期水平，而库存的较年初已经转正

纯碱价格低于2018年同期水平



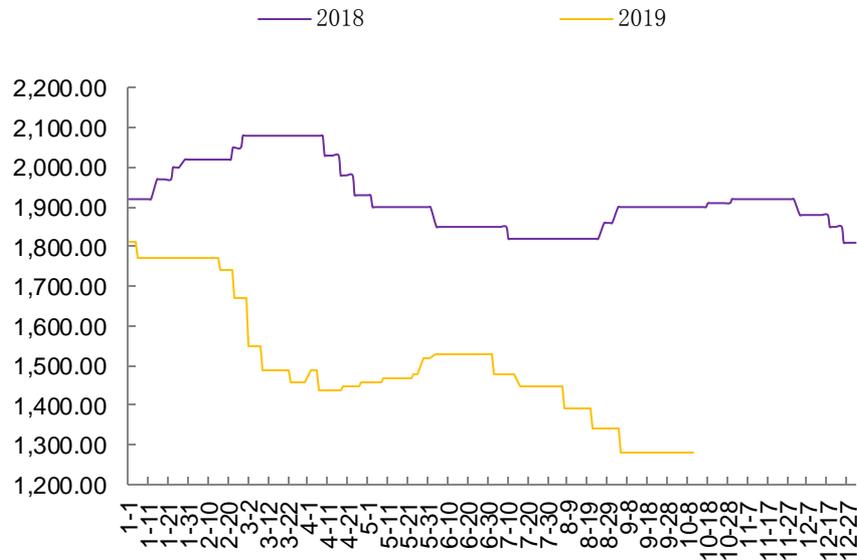
资料来源：Wind，联讯证券研究院

纯碱库存开始增加



资料来源：wind，联讯证券研究院

石油焦价格走势



- 1、每重量箱玻璃大约需要10.5公斤石油焦；
- 2、7月份以来石油焦价格加速下行；
- 3、目前石油焦价格比去年年初大约便宜600块，理论上箱成本比去年便宜6块钱，当然，因为去年成本开始公司大量购买美国石油焦，所以成本端的变化没有这么明显。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

房地产建安工程投资不及预期；

基建投资不及预期；

系统性风险；

免责声明

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者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。