

# 水泥无忧，消费建材精选 2B 端

## ——非金属材料行业 2020 年投资策略

行业年度报告

### ◆20 年逆周期管理关键因子——基建能否期待

19 年基建投资虽有专项债、新增信贷、社融增长等利好消息支撑，但年内增速保持低位稳定。受到基建资金来源影响制约，以公路桥梁城际轨道交通建设为代表的交通固定资产投资增速未现明显增长，因此三季度以来几次国务院常务会议均对基建资金情况进行优化调整。预计随着基建重启的进度推进和措施不断涌现，市场对于基建重启逆周期调节的关注度会不断增强。20 年基建投资表现可较 19 年乐观预期。

### ◆20 年房地产投资增速稳定回落

19 年房地产投资受土地购置费和建安费两者影响保持较快增速，预计 20 年制造业投资增速低位徘徊，房地产投资增速较 19 年有明显的回落。我国商品房空置面积已连续四年下降，期间购置土地面积和新开工面积回升，当前仍处商品房库存去化过程，且仍将持续。19 年虽施工和新开工指标表现较好，但房地产销售指标未现明显改善的背景下，预计 20 年呈稳步回落态势仍能维持正增长；竣工指标滞后有阶段性正增长，但如未来房地产商品房销售一直未有明显起色或将有所影响，重点关注地产政策、资金来源和竣工指标情况。

### ◆水泥：产能利用率稳中向好，价格维稳意愿强烈

地产端虽呈回落态势仍能维持正增长，基建端表现较 19 年乐观，综合作用下预计 20 年水泥需求增速 2-4% 区间，不排除超预期可能。政策端，供给侧结构性改革和环保约束还在持续强化，特征是新增产能受限和行业错峰生产常态化，我们认为这一约束或有微调，但仍将持续。供求边际变化下，行业产能利用率自 15 年低点以来持续缓慢提升。而近年沿江熟料价格的季节性波动特征趋缓，表明在位企业行业自律能力增强，价格维稳意愿强烈，盈利能力保持高位水平。持续看好华东、中南和东南高景气，重点关注西北需求稳定增长。

### ◆小建材：全装修趋势下，B 端贡献业务量，行业集中度提升

精装修的渗透率提升趋势下仍会压制 C 端业务的拓展，通过 B 端业务起量龙头市占率继续稳中有升，未来消费建材各自行业集中度还有较大的上升空间。推荐小建材对开发商 2B 业务占比高且仍在持续提高的工程建材和消费建材公司；以及业绩稳定，估值合理的行业龙头和白马公司。

### ◆水泥无忧，消费建材精选 2B 端

水泥行业配置海螺水泥，优选华新水泥、天山股份、祁连山、万年青、塔牌集团，关注港股华润水泥控股。玻璃行业，关注旗滨集团和港股信义玻璃。小建材中 B 端起量市占率提升推荐东方雨虹，关注帝欧家居、三棵树。估值合理价值品种推荐：垒知集团、中国巨石、伟星新材、山东药玻。

### ◆风险分析：基建及地产投资不达预期、原材料上涨超预期、国际地缘政治风险。

| 证券代码   | 公司名称 | 股价(元) | EPS (元) |      |      | PE (X) |     |     | 投资评级 |
|--------|------|-------|---------|------|------|--------|-----|-----|------|
|        |      |       | 18A     | 19E  | 20E  | 18A    | 19E | 20E |      |
| 600585 | 海螺水泥 | 46.90 | 5.63    | 6.22 | 6.62 | 5      | 7   | 7   | 买入   |
| 600801 | 华新水泥 | 21.91 | 3.46    | 3.21 | 3.52 | 5      | 6   | 6   | 买入   |
| 000877 | 天山股份 | 10.76 | 1.18    | 1.53 | 1.85 | 9      | 7   | 6   | 买入   |
| 600720 | 祁连山  | 10.82 | 0.84    | 1.55 | 1.78 | 13     | 7   | 6   | 买入   |
| 002233 | 万年青  | 10.31 | 1.85    | 2.23 | 2.38 | 6      | 4   | 4   | 买入   |
| 002271 | 塔牌集团 | 11.15 | 1.45    | 1.34 | 1.55 | 8      | 8   | 7   | 买入   |
| 603737 | 东方雨虹 | 24.94 | 1.01    | 1.46 | 1.93 | 13     | 17  | 13  | 买入   |
| 002372 | 伟星新材 | 12.01 | 0.75    | 0.69 | 0.76 | 21     | 20  | 18  | 买入   |
| 600176 | 垒知集团 | 5.39  | 0.36    | 0.61 | 0.76 | 12     | 9   | 7   | 买入   |
| 002372 | 中国巨石 | 9.24  | 0.68    | 0.59 | 0.63 | 14     | 14  | 13  | 买入   |
| 600529 | 山东药玻 | 23.40 | 0.84    | 0.78 | 0.98 | 23     | 33  | 26  | 买入   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日

## 买入（维持）

### 分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）  
021-52523816  
[chenhaowu@ebcn.com](mailto:chenhaowu@ebcn.com)

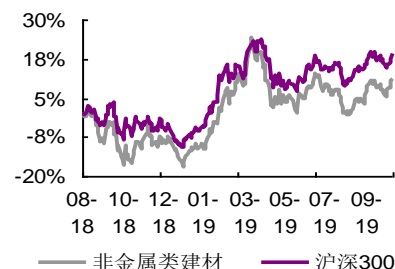
胡添雅（执业证书编号：S0930518110002）  
021-52523817  
[hutianya@ebcn.com](mailto:hutianya@ebcn.com)

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）  
021-52523822  
[sunwf@ebcn.com](mailto:sunwf@ebcn.com)

### 联系人

武慧东  
010-58452024  
[wuhuidong@ebcn.com](mailto:wuhuidong@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 研究背景

传统建材行业多半属于周期性行业，而其中最主要的水泥行业因被资本市场认定为处于周期高位，担忧反转风险较大例如需求下跌或者新增产能较多会影响价格表现等，从而持续给予板块较低的估值水平。

### 我们区别于市场的观点

水泥的竞争格局持续在优化，在供给侧结构性改革政策和环保政策频出的背景下，一方面新增产能受限落后产能淘汰推进，另一方面错峰生产六年已经基本常态化。行业产能利用率逐年提升，行业自律大企业协同有序进行，水泥企业产业链已持续向上下游延伸，且区域市场集中度和龙头企业市场控制力亦不断提升，那么只要不出现需求断崖式下跌，稳定水泥价格在合理区间内淡旺季波动已成为行业共识，企业将不断累积并加强其竞争优势，所以我们认为水泥无忧。

消费类建材企业的业务拓展围绕工程端和零售端开展，精装修的渗透率提升趋势下仍会压制C端业务的拓展，龙头企业的资金实力、产能布局、成本管控、公司治理和产品质量等方面的优势将进一步凸显，在小企业因竞争压力而逐步退出市场的同时，通过B端业务起量龙头市占率继续稳中有升，叠加后期来自竣工端的需求支撑，亦不断强化其竞争优势，所以精选消费建材2B端龙头企业作为推荐。

### 投资观点

分区域看，华东、中南和东南地区水泥需求将维持稳中向好；重点关注西北区域，特别是新疆，需求将保持稳定增长。水泥行业配置**海螺水泥**，优选**华新水泥、天山股份、祁连山、万年青、塔牌集团**，关注**港股华润水泥控股**。平板玻璃价格坚挺，成本下行，行业盈利确定性改善。关注玻璃行业产能结构和产能布局较优，具备技术和成本优势的玻璃龙头企业，关注**旗滨集团和港股信义玻璃**。

小建材中B端起量市占率提升推荐**东方雨虹**，关注**帝欧家居、三棵树**。估值合理价值品种推荐：**垒知集团、中国巨石、伟星新材、山东药玻**。

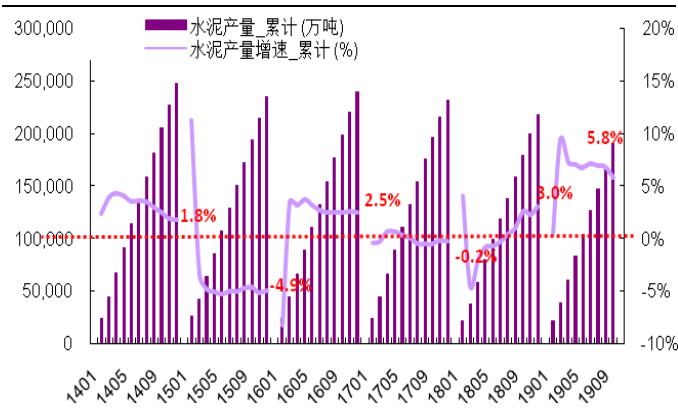
## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 预计 19 年水泥产量 5%以上增速 .....                          | 4  |
| 2、 预计 2020 年水泥需求增速 2-4%区间 .....                      | 6  |
| 2.1、 房地产投资增速稳定回落 .....                               | 6  |
| 2.2、 逆周期管理关键因子——基建能否期待 .....                         | 8  |
| 2.3、 预计 2020 年水泥需求增速 2-4%区间 .....                    | 9  |
| 3、 水泥产能利用率稳中向好，价格维稳意愿强烈 .....                        | 10 |
| 3.1、 行业供给持续紧约束，产能利用率稳步提升 .....                       | 10 |
| 3.2、 价格维稳意愿强烈，盈利能力将保持高位 .....                        | 11 |
| 3.3、 分区域水泥需求价格情况 .....                               | 13 |
| 4、 消费建材：全装求趋势下，B 端贡献业务量 .....                        | 15 |
| 4.1、 全装修渗透率提升，ToB 需求已有锁定 .....                       | 16 |
| 4.2、 B 端大趋势，机遇与调整并存 .....                            | 18 |
| 4.3、 成本端，石油产业链产品价格基本稳定 .....                         | 20 |
| 5、 玻璃行业盈利能力改善，玻纤行业尚需等待 .....                         | 22 |
| 5.1、 玻璃：下半年涨价动力来自于行业供给收缩 .....                       | 22 |
| 5.2、 玻璃：汽车消费承压，关注地产竣工数据情况 .....                      | 23 |
| 5.3、 玻璃：价格坚挺成本下行，盈利改善 .....                          | 25 |
| 5.4、 玻纤：过剩产能消化和景气度改善尚需时间 .....                       | 26 |
| 6、 投资建议 .....  | 27 |
| 6.1、 水泥行业：配置海螺，优选华新、天山、万年青、祁连山、塔牌集团，关注港股华润水泥控股 ..... | 28 |
| 6.2、 小建材 1：B 端业务占比高且仍在持续提高的工程建材和消费建材公司 .....         | 33 |
| 6.3、 小建材 2：推荐估值合理的价值品种 .....                         | 34 |
| 7、 风险分析 .....  | 37 |

## 1、预计 19 年水泥产量 5%以上增速

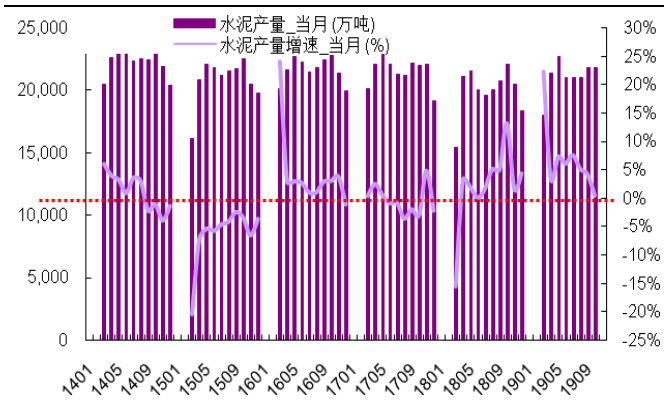
2019 年 1-10 月我国水泥行业产量 19.0 亿吨，同比增长 5.8%，单 10 月水泥行业产量 2.2 亿吨，同比下降 2.1%。19 年除 10 月外水泥产量单月增速始终稳定在 4%-7% 区间，预计全年水泥产量增长超 1 亿吨，累计增速 5% 以上。

图 1：全国水泥产量及增速一览-累计



资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 10 月

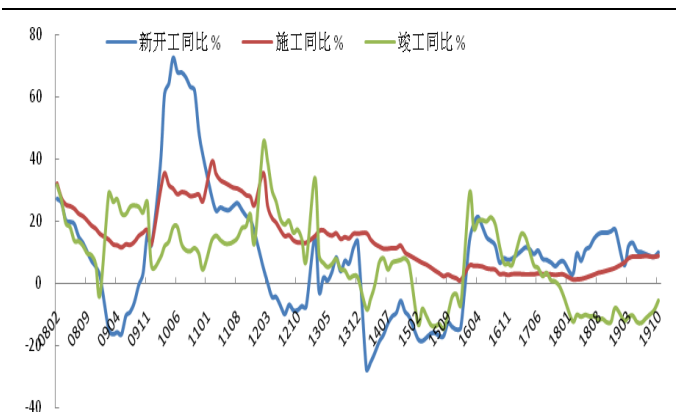
图 2：全国水泥产量及增速一览-月度



资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 10 月

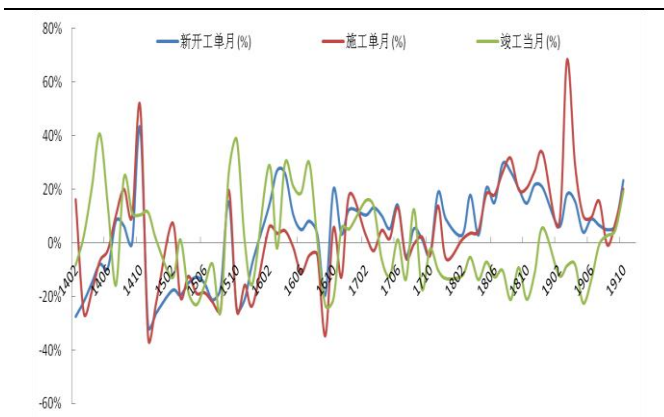
水泥行业“强投资”属性和产品无库存干扰特性，其产量增速变化趋势与基础设施投资增速与房地产投资增速的加权变化趋势较为一致，年内水泥增量主要由地产端贡献。2019 年基础设施投资虽有国家发行专项债、新增信贷、社融增长等利好政策支持，但年内增速保持低位稳定。

图 3：房地产投资新开工、施工、竣工增速情况



资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 10 月

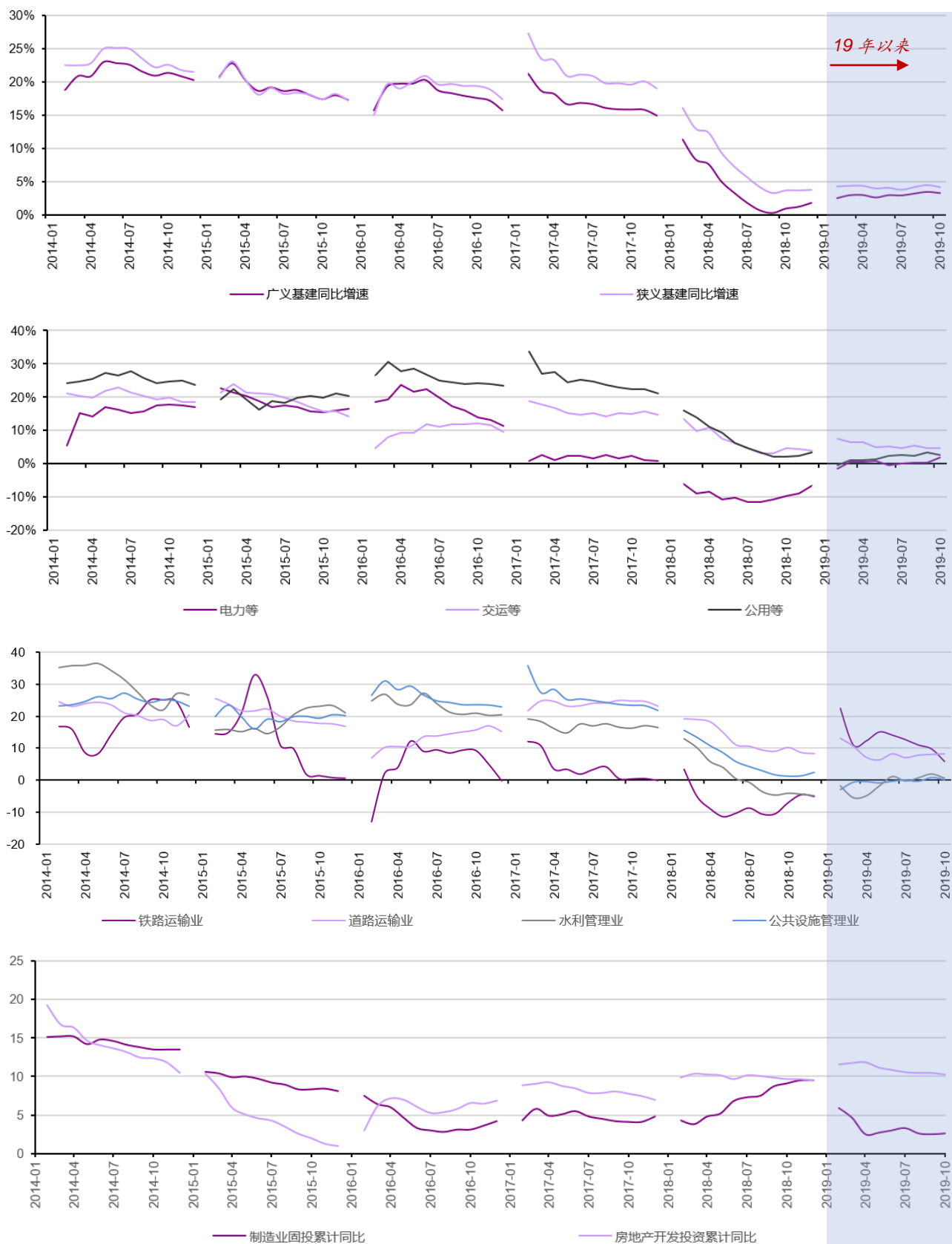
图 4：房地产投资新开工、施工、竣工单月增速情况



资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 10 月

2019 年房地产投资增速好于市场预期，施工面积增速为近五年最高水平，竣工面积增速仍在低位徘徊。图 4 单月新开工、施工、竣工增速情况，新开工、施工面积增速呈稳定回落态势，竣工面积增速下半年呈逐月提高。

图5：基建投资及分行业、重点细分领域投资增速和地产开发、制造业固投增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 19 年 10 月



## 2、预计 2020 年水泥需求增速 2-4% 区间

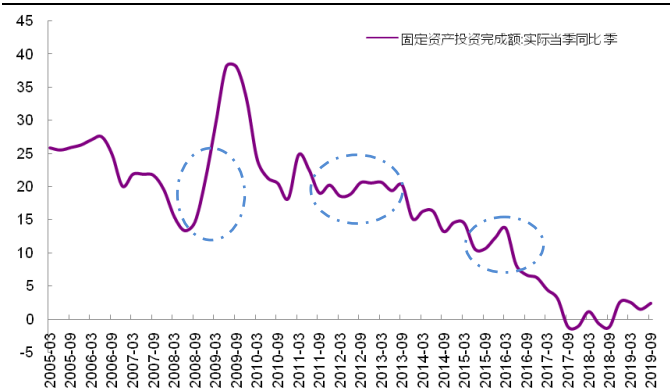
我国固定资产投资完成额实际当季同比数据，自 2017 年下半年起连续五个季度在  $\pm 1\%$  区间波动，仅近 18 年四季度以来的增速基本维持在 2.5%~3.0% 之间。固定资产投资分项科目，基础设施建设投资、制造业投资和房地产投资为其三个重要组成。

09 年四万亿投资、12 年基建提至 20% 增速作为“稳增长”引擎、15 年 4 季度放松房地产和 16 年 1 季度 PPP 启动基建，均对应着前 1-2 个季度固定资产投资增速的“抛物线”特征。16 年下半年我国固定资产投资完成额实际当季增速再次持续回落，同期对应着我国基础设施建设投资增速的缓慢稳定回落。

### 2.1、房地产投资增速稳定回落

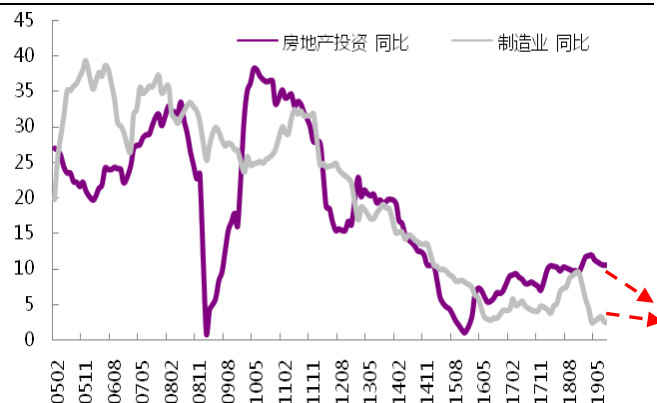
自 2011 年后房地产投资增速与制造业投资增速图谱趋势显现出较为明显的“亦步亦趋”的特点：2011-2015 年两者持续下行，2016 年初开始底部企稳后逐步回升。2019 年以来两者间关系出现背离，房地产投资增速继续保持增长而制造业投资增速大幅放缓：制造业投资放缓主要受国内、外经济下行担忧和贸易摩擦持续等不确定因素的影响；房地产投资受土地购置费和建安费两者影响保持较快增速，我们预计 2020 年，制造业投资增速低位徘徊，房地产投资增速较 19 年有明显的回落。

图 6：我国固定资产投资完成额实际当季同比增速(%)



资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 9 月

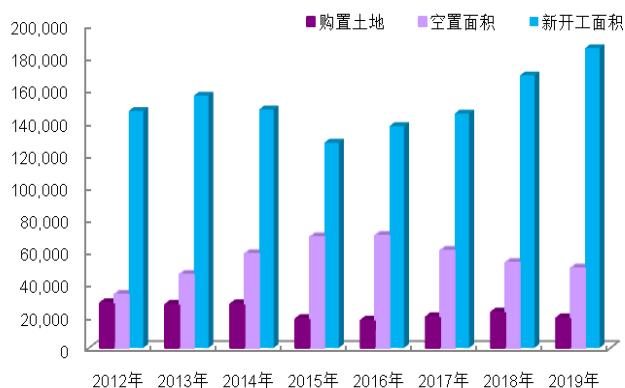
图 7：制造业、房地产投资为顺周期“亦步亦趋”(%)



资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 10 月

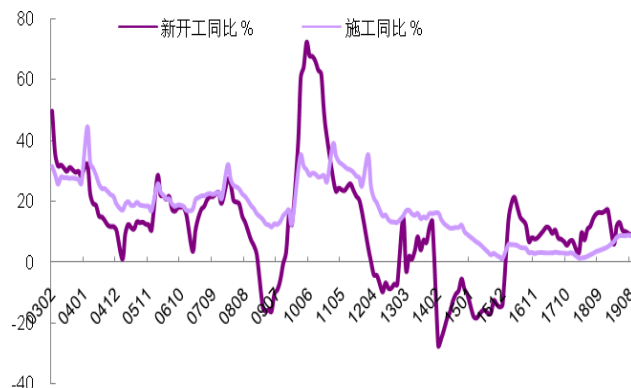
“购置土地”、“新开工-施工-竣工”、“空置”可类比商品经营的原料采购、成品制作和商品库存的广义库存管理过程。当库存持续下降，企业会加大和加快原料采购和成品制作进程，维持合理库存以正常经营。我国商品房空置面积已连续三年下降，期间购置土地面积和新开工面积回升，当前仍处商品库存去化过程，我们认为这一趋势仍将持续。

图 8：房地产投资三个分项“亦步亦趋”（万平方米）



资料来源：Wind、光大证券研究所 注：为历年 1-10 月数据比较

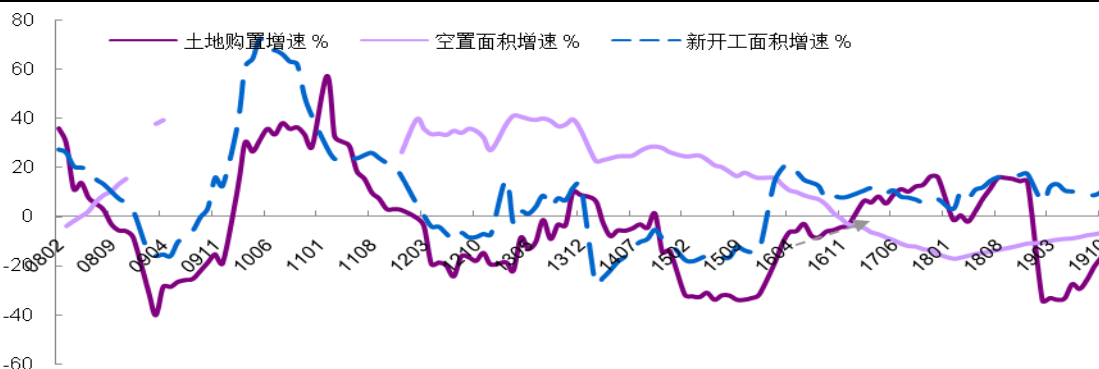
图 9：新开工-施工累计同比增速情况



资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 10 月

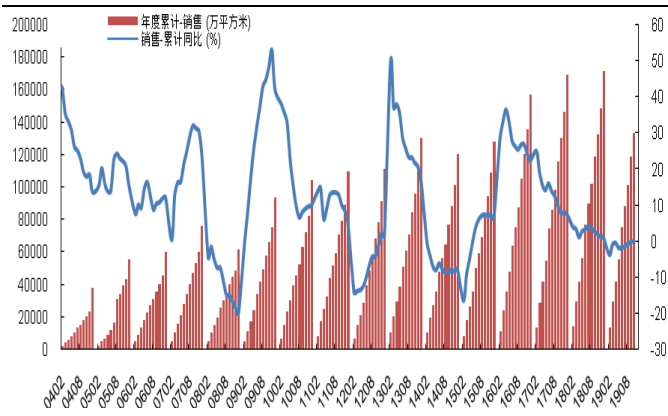
新开工、施工和竣工指标为房地产产业链后端指标，2019 年虽施工和新开工指标表现较好，但房地产销售指标未现明显改善的背景下，预计 2020 年呈稳步回落态势仍能维持正增长；竣工指标滞后有阶段性正增长，但如未来我国房地产商品房销售一直未有明显起色持续疲弱，我们认为对房地产竣工指标持续正增长的趋势不能乐观预期，后期重点关注地产政策变化和房地产投资资金来源情况。

图 10：“购置-新开工-空置”2008 年以来增速变化一览



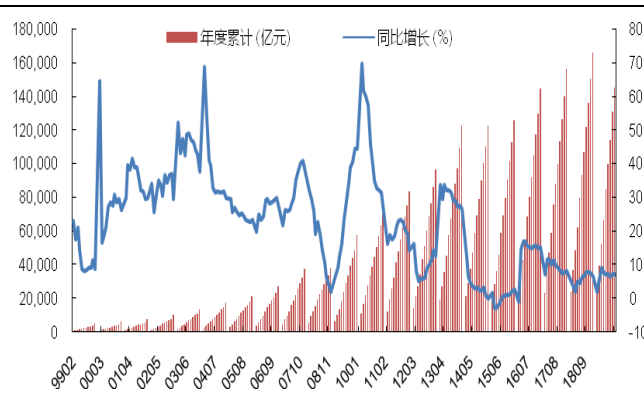
资料来源：Wind、光大证券研究所，截止 19 年 10 月

图 11：房地产销售面积情况



资料来源：Wind，截止 19 年 10 月

图 12：房地产资金来源情况

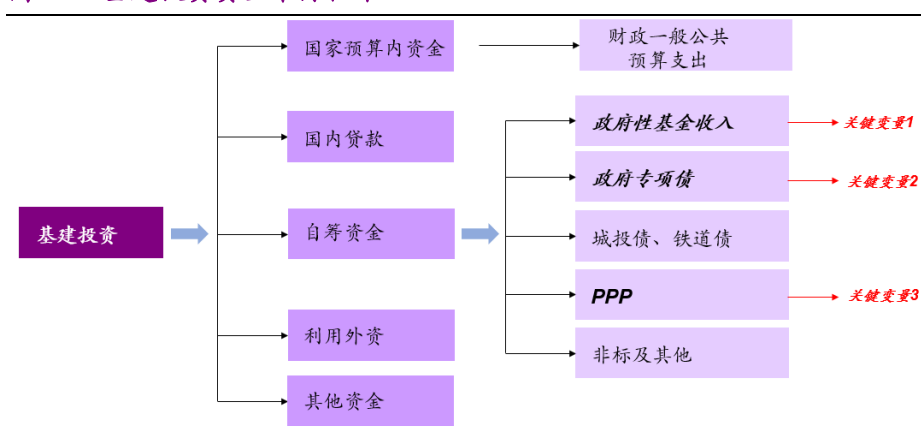


资料来源：Wind，截止 19 年 10 月

## 2.2、逆周期管理关键因子——基建能否期待

基础设施建设投资一直是我国政府调控经济的逆周期管理因子：2009年4万亿投资、2012年基建提速至20%、2016年PPP，均对应着我国经济下行且有失稳迹象，国家通过基建拉回或托底经济；而2007-2008年经济过热、2010-2012年和2016-2018年房地产“过热”，国家主动调低基础设施建设投资规模。在现有政策框架下，根据对基建资金来源的分解，我们认为乐观、中性、悲观情形下，19/20年广义基建投资增速分别为4.5%/9.7%、3.6%/7.0%、3.2%/4.3%。若期待基建有更大弹性，则必须在基建项目实际杠杆率、专项债规模、PPP政策等方向有更大的突破及变化。后续将持续关注相关政策的演变。

图 13：基建投资资金来源框架



资料来源：光大证券研究所

表 1：19/20 年基建投资拆分预测

| 基建投资来自：(亿元)            | 2017    | 2018    | 2019E   |         |         | 2020E   |         |         |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                        |         |         | 乐观      | 中性      | 悲观      | 乐观      | 中性      | 悲观      |
| 国家预算内资金                | 24,082  | 25,142  | 25,337  |         |         | 26,407  |         |         |
| 国内贷款                   | 23,398  | 21,587  | 21,254  |         |         | 23,061  |         |         |
| 利用外资                   | 460     | 378     | 400     |         |         | 400     |         |         |
| 自筹资金                   | 87,587  | 84,928  | 91,003  | 89,852  | 89,273  | 102,106 | 97,129  | 92,867  |
| 全国政府性基金                | 12,246  | 15,786  | 16,651  | 16,456  | 16,262  | 17,452  | 16,605  | 15,789  |
| 地方政府专项债                | 2,160   | 3,645   | 6,238   | 5,639   | 5,320   | 9,600   | 7,700   | 6,120   |
| 城投债                    | 4,761   | 4,816   | 5,500   |         |         | 6,500   |         |         |
| 铁道债                    | 1,980   | 2,277   | 2,340   |         |         | 2,340   |         |         |
| 委托贷款                   | 1,871   | -451    | -200    |         |         | -100    |         |         |
| 信托贷款                   | 1,554   | -3,213  | -2,000  |         |         | -1,400  |         |         |
| PPP                    | 3,555   | 4,289   | 2,850   | 2,250   | 1,700   | 3,750   | 2,875   | 2,100   |
| 其他自筹资金                 | 59,460  | 57,779  | 59,624  | 59,867  | 60,352  | 65,664  | 64,310  | 63,218  |
| 其他资金                   | 14,006  | 14,026  | 14,659  | 14,537  | 14,475  | 16,082  | 15,554  | 15,103  |
| 广义基建投资（资金来源口径）         | 149,533 | 146,061 | 152,652 | 151,379 | 150,739 | 167,466 | 161,975 | 157,273 |
| 广义基建投资缺口（完成额与资金来源口径差值） | 23,553  | 30,179  | 31,541  | 31,278  | 31,145  | 34,601  | 33,467  | 32,495  |
| 广义基建投资（完成额口径）          | 173,085 | 176,240 | 184,193 | 182,657 | 181,884 | 202,067 | 195,443 | 189,768 |
| YoY                    | 13.9%   | 1.8%    | 4.5%    | 3.6%    | 3.2%    | 9.7%    | 7.0%    | 4.3%    |

资料来源：国家统计局，央行，光大证券研究所预测



注1: 国家预算内资金基建相关支出, 19年/20年公共财政收入增速、实际赤字率、支出与基建相关部分分别均假设为3.3%、4.2%、11.0%, 19年/20年名义GDP增速分别假设为9.0%、8.5%;

注2: 19年/20年新增人民币贷款增速、用于基建相关部分占比分别均假设为8.5%、12.5%;

注3: 基建投资中利用外资部分贡献有限, 19年/20年均假设为400亿;

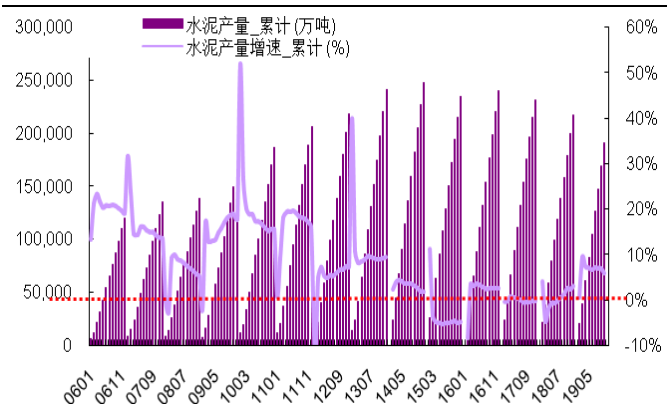
注4: 自筹资金部分, a) 对全国政府性基金, 19年/20年中央政府性基金收入增速、地方政府性基金收入增速(剔除土地出让收入)分别假设为0.0%/0.0%、8.0%/7.0%, 19年/20年国有土地使用权出让收入增速分别乐观、中性、悲观情形下分别假设为7.0%/3.0%、5.0%/0.0%、3.0%/-3.0%; 支出收入比角度, 19年/20年中央政府性基金均假设为100%, 乐观、中性、悲观情形下地方政府性基金分别均假设为95.0%、92.0%、89.0%; 基建相关支出占总支出角度, 19年/20年中央政府性基金均假设为40%、地方政府性基金(剔除土地出让收入)均假设为35%、国有土地使用权出让收入安排部分均假设为20.0%; b) 对地方政府新增专项债, 4Q19乐观、中性、悲观情形下发行额分别假设为1,000、500、0亿, 20年三种情形下发行额分别假设为32,000、28,000、24,000亿; 19年/20年专项债投向基建相关领域占总额比例在乐观、中性、悲观情形下分别假设为28.0%/30.0%、26.5%/27.5%、25.0%/25.5%; c) 19年/20年城投债、铁道债净融资额分别假设为6,000/6,500亿、2,500/2,500亿; d) 19年/20年新增委托贷款、信托贷款分别为-10,000/-7,000亿、-2,000/-1,000亿, 二者投向基建相关领域占比分别假设为10%、20%; e) 19年/20年新增落地PPP项目投资额在乐观、中性、悲观情形下分别假设为22,000/30,000亿、20,000/25,000亿、19,000/22,000, 三种情形下融资到位率均假设为65%、50%、35%, 资本金占比统一假设为25%;

注5: 其他自筹资金、基建投资资金来源口径中其他资金、缺口部分增速假设与基建投资整体增速基本一致;

## 2.3、预计2020年水泥需求增速2-4%区间

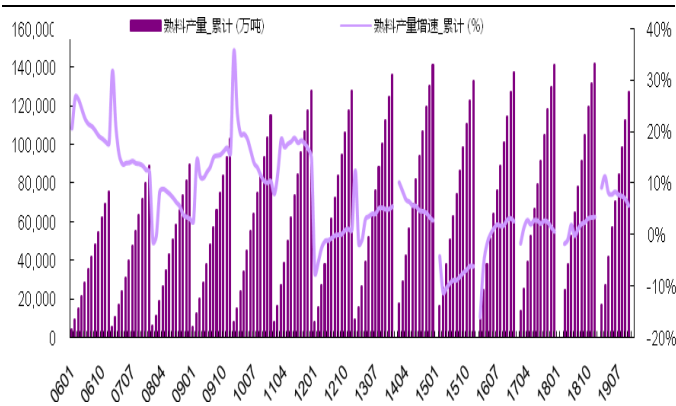
我们认为, 我国今年年底和明年基建投资增速会持续稳中有升, 对冲国内外经济下降和贸易摩擦带来的不利影响。并且国内外经济环境越差, 基建重启的力度和时点就会越紧迫。随着基建重启的进度推进和措施不断涌现, 市场对于基建重启逆周期调节的关注度会不断增强。预期2020年基建投资表现可较2019年乐观。

图14: 全国水泥产量及增速一览-累计



资料来源: Wind、光大证券研究所, 截止19年10月

图15: 全国熟料产量及增速一览-累计



资料来源: Wind、光大证券研究所, 截止19年10月

结合之前对明年需求端的分析, 地产端虽呈回落态势仍能维持正增长, 基建端表现较2019年乐观, 两者综合作用下我们预计2020年水泥需求增速2-4%区间, 不排除超预期可能。

### 3、水泥产能利用率稳中向好，价格维稳意愿强烈

#### 3.1、行业供给持续紧约束，产能利用率稳步提升

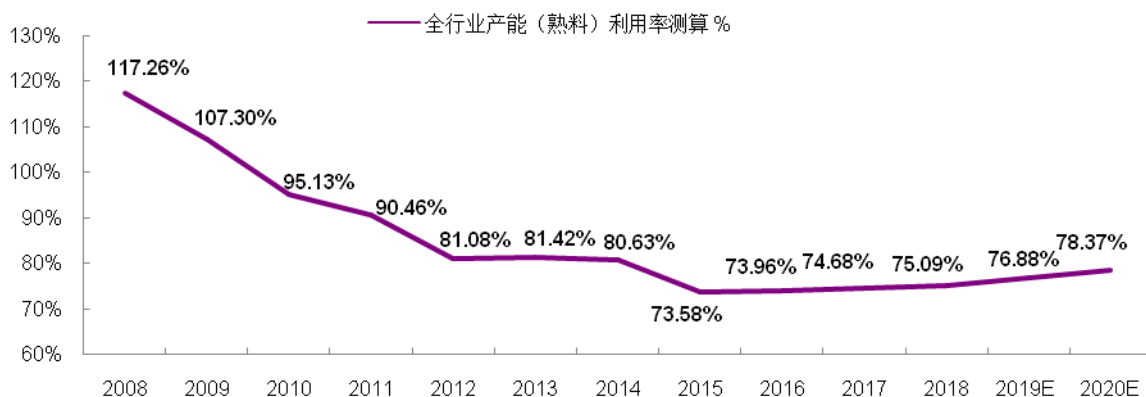
近年来我国经济发展一直贯穿着 2012 年提出的“稳增长，调结构”这一指导思想，稳为基础，调为目标：

稳——即经济的整体的稳定，“L”型，意味着总需求不会大起大落，投资品下游需求有保护。调——结构调整除了产业升级、技术升级等外，中国经济增长模式调整应也为调的重要一级，环保和供给侧改革为硬约束。

政策端，供给侧结构性改革和环保约束还在持续强化，我们认为这一约束或有微调，但仍将持续，因为两者均属于“调结构”范畴，符合我国要走“经济高质量发展道路”的引导方向。总体而言，下游需求将保持稳中向好，而水泥供给有约束。

行业供给端约束持续强化的特征是行业错峰生产常态化。水泥错峰生产从 2014 年~2015 年度开始实行，2019 年进入第 6 年，从最初的企业自律行为上升为如今的产业政策。错峰生产有效化解了水泥的过剩产能，是推动水泥行业供给侧结构性改革的有效手段之一，亦有助于区域环境改善。

图 16：水泥行业熟料名义产能利用率图谱（%）



资料来源：数字水泥、光大证券研究所预测

2018 年行业新增熟料产能 2043 万吨，累计产能同增 1.1%，在行业内新增供给严格控制的情况下，增速低于需求增速，供求边际变化下，行业产能利用率自 2015 年低点以来持续缓慢提升。

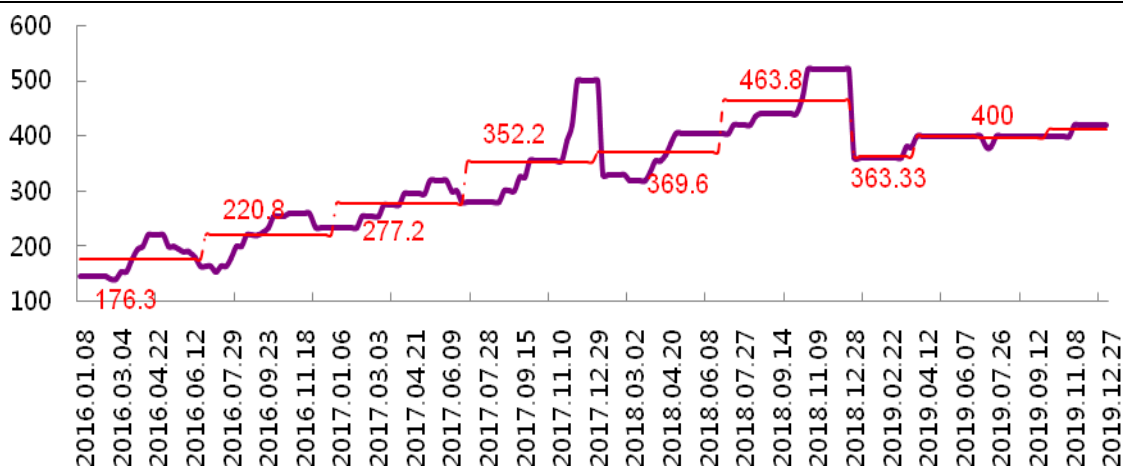
根据中国水泥协会，正常合理的熟料产能利用率应该在 80% 以上，而在东北和部分西北省份熟料的产能利用率不足 30%，而区域产能利用率越低，错峰生产的推行难度越大。未来错峰生产还将长期执行下去，即使今后产能利用率回到合理区间，水泥行业也将从环保的角度坚持继续错峰生产。

### 3.2、价格维稳意愿强烈，盈利能力将保持高位

这两年水泥行业的景气反转并持续盈利能力抬升的主要助力来自于供给端的“控产能”或“控产量”，需求端只要保持稳定，不出现断崖式下降的情况即可：即使在出现需求大幅下降的西北和东北区域，市场看到了东北区域行业自律的失控价格短时间内大幅下跌，也应看到西北区域价格的坚挺。

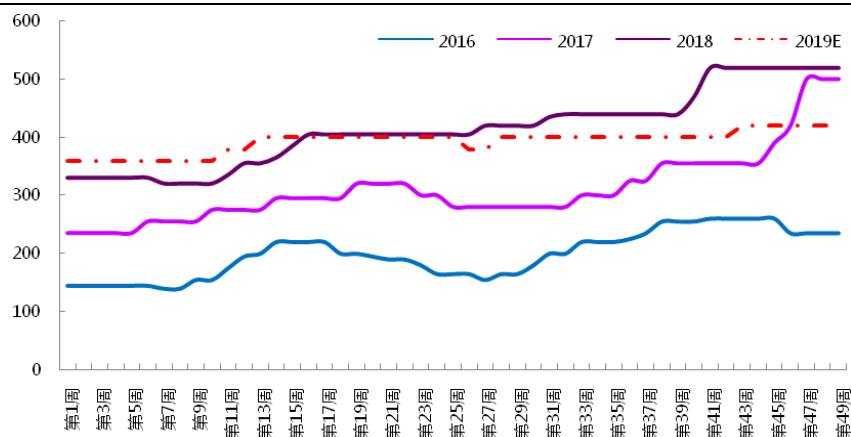
水泥产品销售有区域半径，我国水泥行业划分为七个区域，虽各自区域季节特征、竞合程度等方面都有各自特点，但客观来说，华东区域产品价格涨跌变化已成为行业标杆区域。华东区域水泥价格涨跌变化的锚定器在泛长江流域的沿江熟料价格。

图 17：2016 年至今泛长江流域沿江熟料价格运行图谱单位：元/吨



资料来源：数字水泥，光大证券研究所预测，2019 年 11、12 月数据为预测值

图 18：2016-2019 年熟料价格走势 单位：元/吨



资料来源：数字水泥，光大证券研究所预测，2019 年 11、12 月数据为预测值

2016 年至今泛长江流域沿江熟料价格逐年提升，对华东和中南区域的水泥价格提供了基础支持。并且对比历史上沿江熟料价格的波动变化，近两

年里沿江熟料价格的季节性波动特征趋缓，表明在位企业行业自律能力增强，进退有据。

结合前文对行业供求格局的分析以及近几年沿江熟料价格波动趋缓的特点，沿江熟料 2019 年价格运行如图所示，2019 年沿江熟料上半年内均价高于 2018 年，下半年为控制进口熟料对于国内市场的冲击，基本维持稳定。预计 2020 年熟料价格走势将复制 19 年走势情况。

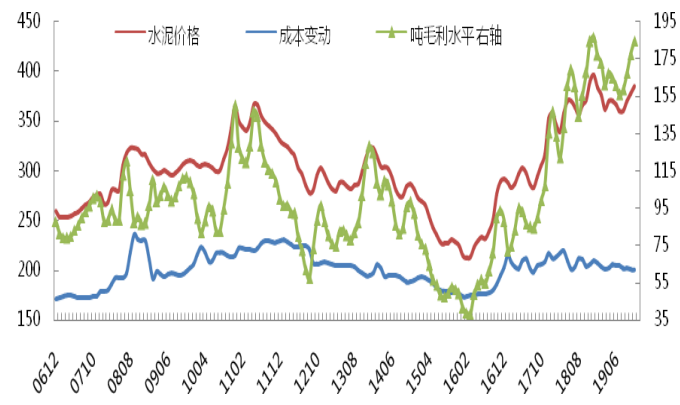
2016 年至今水泥产品价格逐年提升。2017 年 4 季度南部地区旺季，需求环比改善，同期由于环保趋严供给收缩，水泥价格在一个季度内上涨幅度巨大。2018 年一季度春节因素淡季，加之出现进口熟料冲击，沿江熟料价格降至最低 330 元/吨，但行业整体水泥和熟料价格降幅有限。其后，价格水平持续提升，12 月我国高标 PO42.5 水泥价格（不含税）均价 396.1 元/吨，达到历史最高水平。进入 2019 年受一季度春节淡季影响，熟料和水泥价格再次走低（沿江熟料价格降至最低 360 元/吨），但高于 2018 年同期水平。2019 年 1-11 月水泥均价 385 元/吨，较去年同期上涨 2.3%。四季度价格有望到达去年同期高点。

图 19: PO42.5 水泥价格（不含税）平均价格图谱一览（元/吨）



资料来源：数字水泥、光大证券研究所，截止 19 年 11 月

图 20: 水泥产品单位价格（不含税）、成本、吨毛利变动图谱（成本滞后 2 月）-更新至 19 年 11 月（元/吨）



资料来源：数字水泥、光大证券研究所测算

资本市场当前始终对于需求预期下滑和水泥价格是否会出现大幅下跌，从而影响企业盈利水平有所担忧，尽管在过去几十年中，国内需求下行和周期品供给阶段性严重过剩的情况反复发生，且总是伴随着周期品价格大幅下跌的出现。但水泥企业在经历了水泥价格从 11 年持续下跌到 16 年初的惨淡行情中，已经充分意识到：在淡季期间，水泥价格就算降到 100 元/吨的极低水平也刺激不了什么销量；甚至极端情况下，如果整个产业链对未来需求预期不确定或悲观的时候，即使持续降价也刺激不了多少新增需求。同样，旺季价格大幅上涨和淡季价格大幅下跌，价格波动幅度过大将严重不利于市场竞争和行业发展。

在供给侧结构性改革政策和环保趋严的背景下，行业自律大企业协同有序进行，企业心态稳定，进退有据。水泥行业充分市场竞争优胜劣汰发展至今，产业链已持续向上下游延伸，且区域市场集中度和龙头企业市场控制力亦不断提升，淡旺季水泥价格稳定在合理区间内波动已成为行业共识。

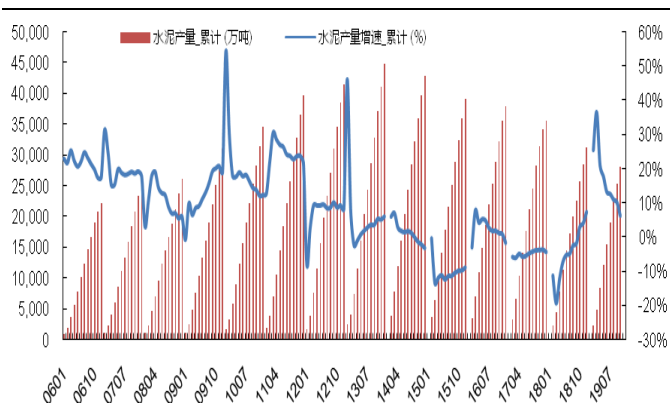
16-18 年企业盈利能力持续提升。19 年来成本端煤炭价格震荡走低，整体平稳，水泥价格达到高位震荡，我们建立的“水泥产品单位价格、成本、吨毛利变动图谱”显示 2019 年的水泥产品模拟盈利能力已为历史最优水平。预计 2020 年行业盈利能力将继续保持较高水平。

受益于南部地区水泥行业高景气，看好华东、中南和东南高景气，盈利能力虽不像前两年那样暴涨，但稳定提升。重点关注西北区域，特别是新疆，水泥行业景气度同样有所回升，冬储水泥价格上涨、企业熟料外运量增加和基建重点工程项目推进等因素，业绩弹性高。

### 3.3、分区域水泥需求价格情况

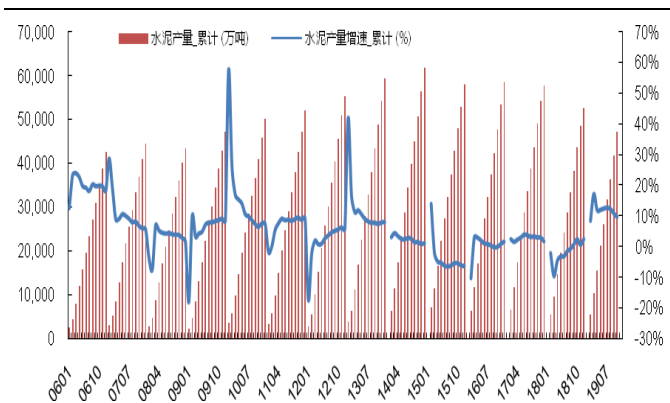
分区域看，华东、中南和东南地区需求将维持稳中向好；重点关注西北区域，特别是新疆，需求将保持稳定增长。

图 21：华北区域需求情况



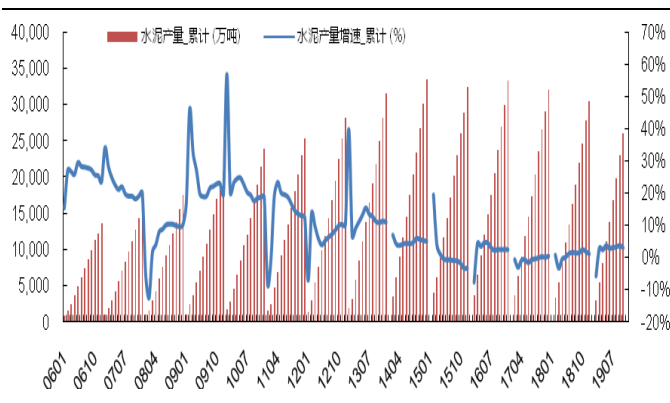
资料来源：数字水泥，光大证券研究所，截止 19 年 10 月

图 22：华东区域需求情况



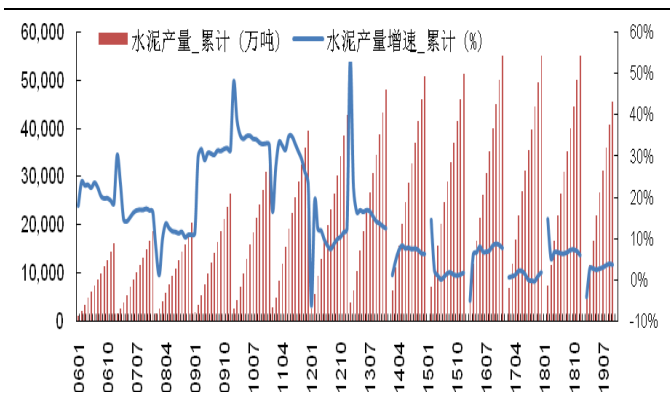
资料来源：数字水泥，光大证券研究所，截止 19 年 10 月

图 23：中南区域需求情况



资料来源：数字水泥，光大证券研究所，截止 19 年 10 月

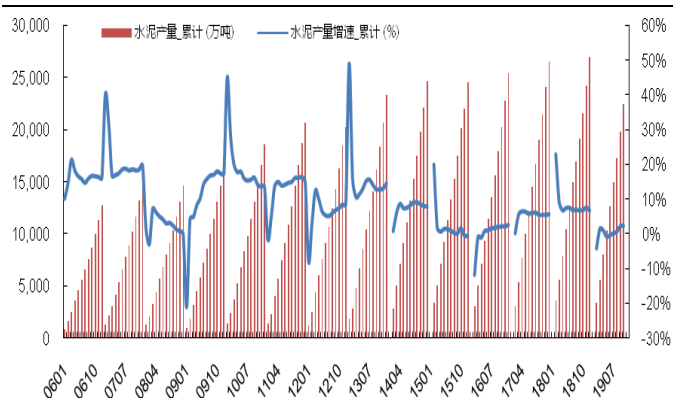
图 24：西南区域需求情况



资料来源：数字水泥，光大证券研究所，截止 19 年 10 月

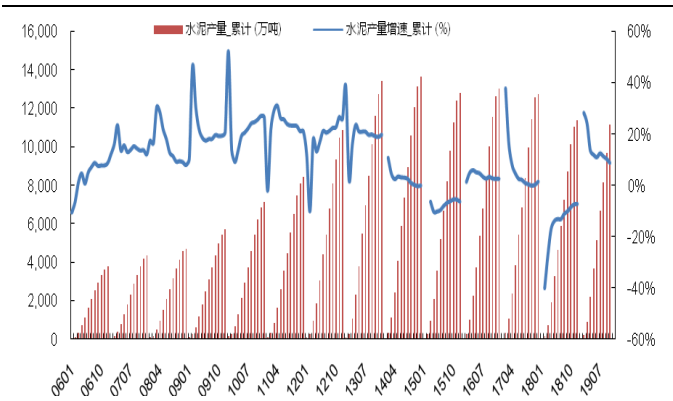


图 25: 东南区域需求情况



资料来源：数字水泥，光大证券研究所，截止 19 年 10 月

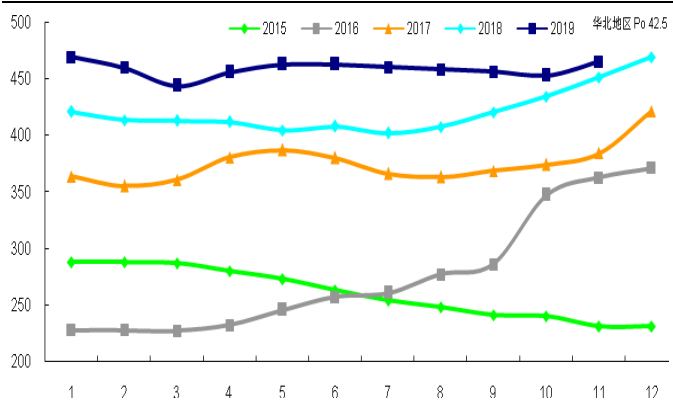
图 26: 西北区域需求情况



资料来源：数字水泥，光大证券研究所，截止 19 年 10 月

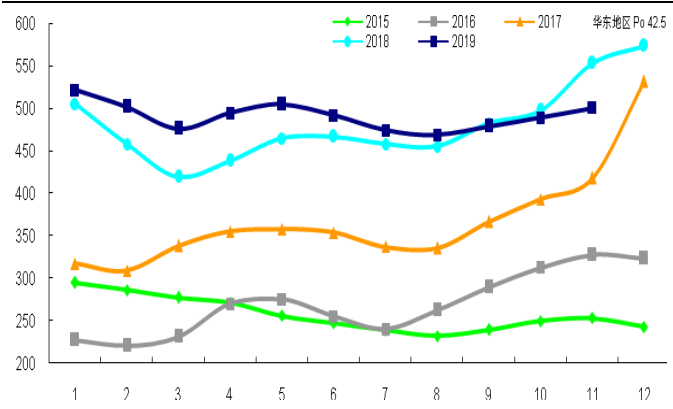
当前，分区域水泥价格（含税）由高向低依次排列为：中南（525.0 元/吨）、东南（513.9 元/吨）、华东（501.0 元/吨）、华北（465.3 元/吨）、西北（433.0 元/吨）、西南（418.0 元/吨）、东北（363.8 元/吨）。

图 27: 华北水泥价格年内分月度运行情况 单位：元/吨



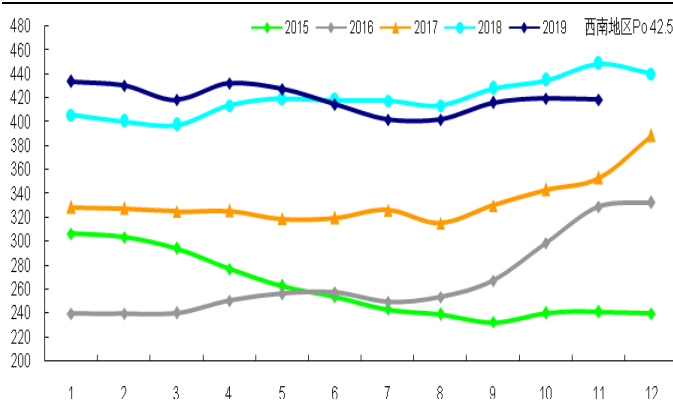
资料来源：数字水泥

图 28: 华东水泥价格年内分月度运行情况 单位：元/吨



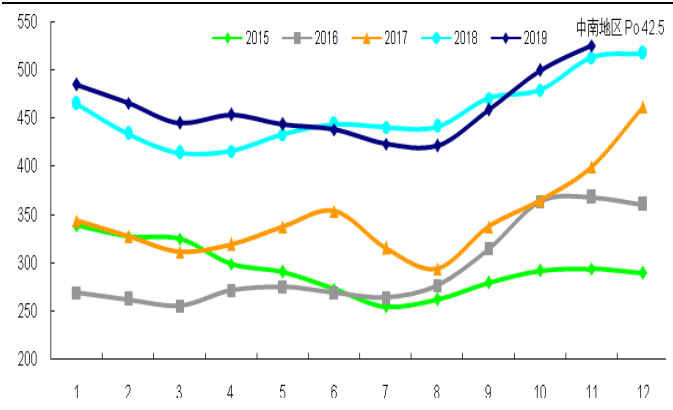
资料来源：数字水泥

图 29: 西南水泥价格年内分月度运行情况 单位：元/吨



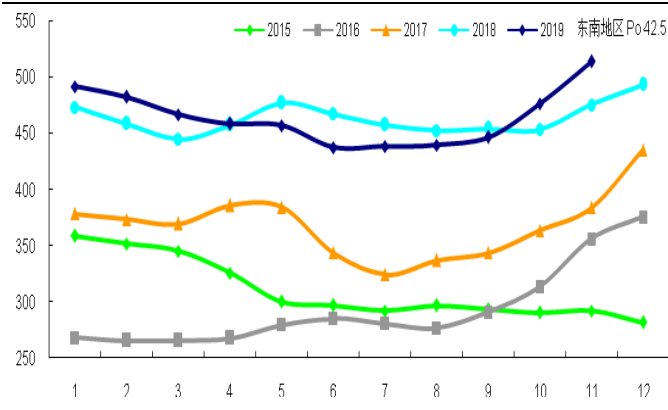
资料来源：数字水泥

图 30: 中南水泥价格年内分月度运行情况 单位：元/吨



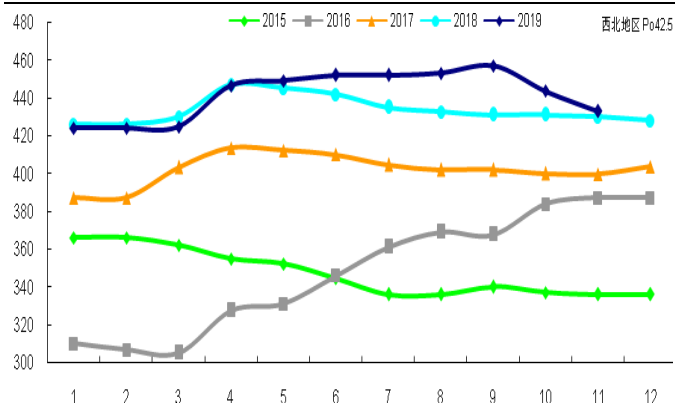
资料来源：数字水泥

图 31：东南水泥价格年内分月度运行情况 单位：元/吨



资料来源：数字水泥

图 32：西北水泥价格年内分月度运行情况 单位：元/吨

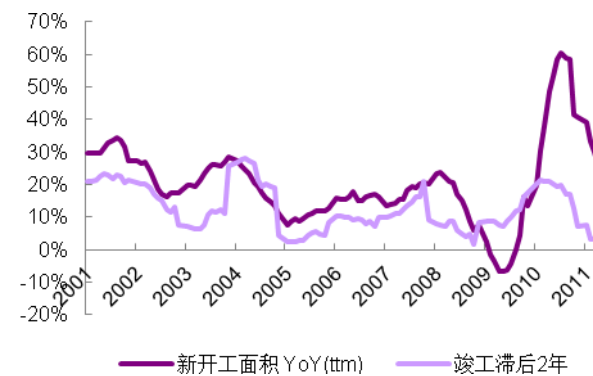


资料来源：数字水泥

#### 4、消费建材：全装求趋势下，B 端贡献业务量

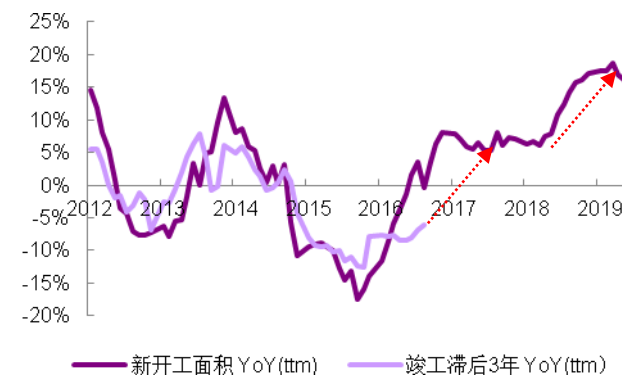
影响 2020 年消费建材的投资的两个关键行业趋势：1) 地产竣工的确定性复苏；2) 全装修渗透率提升带来 ToB 建材快速发展（相应 ToC 类企业存在一定压力）。

图 33：新开工面积与竣工面积增速（滞后两年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 34：新开工面积与竣工面积增速（滞后三年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

消费类建材企业的业务拓展围绕工程端和零售端开展，B 端业务走量，虽然盈利水平不如零售端，且有供应商金融和应收账款回款时间较长等不利因素，但有助于企业快速做大规模提高市场占有率降低成本；C 端业务需投入大量精力铺设营销网络，经营品牌形象，但盈利水平较好且持续贡献现金流。

## 4.1、全装修渗透率提升，ToB 需求已有锁定

2016 年建筑业发展“十三五”规划明确提出，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达 30%。而近年来例如上海和成都等一二线城市提出到 2020 年城区新开发商品住宅的全装修比例达到 100%，受此影响各地区全装修普及和渗透率加速提升。随着全国范围内大力推广，各地方全装修的标准、规范以及定价相关规定亦逐步细化完善。

根据奥维云网统计，2018 年国内精装修商品住宅渗透率 27.5%，对比北美 80%、欧洲 86%、日本 84% 等地区情况，精装修渗透率仍有提升空间。国内一线地区渗透率较高，一线城市精装房渗透率 86% 已达到较高水平，而二线 50%、三四线地区 8% 仍存在较大的差距。

根据住建部于 2019 年 2 月发布的《住宅项目规范》征求意见稿中明确提出“城镇新建住宅建筑应全装修交付”。根据奥维云网统计，截至 2018 年我国精装房渗透率约为 27.5%。精装修受政府政策引导及鼓励，未来渗透率仍将快速提升。

表 2：精装修相关文件整理

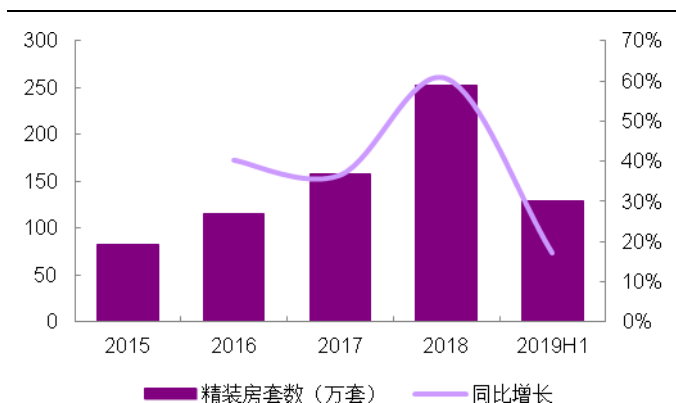
| 部门/地区 | 时间          | 文件名                             | 内容   |
|-------|-------------|---------------------------------|--|
| 重庆    | 2018 年 7 月  | 关于进一步促进建筑业改革与持续健康发展的实施意见        | 力争 2020 年，主城区新建商品房全装修比例达到 20% 以上。  |
| 天津    | 2017 年 7 月  | 天津市人民政府办公厅印发关于大力发展装配式建筑实施方案的通知  | 普及推广期（2021 至 2025 年）。国有建设用地新建住宅实现全装修交付；  |
| 浙江    | 2016 年 11 月 | 浙江省人民政府办公厅关于加快推进住宅全装修工作的指导意见    | 2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。   |
| 吉林    | 2018 年 8 月  | 关于加快推进商品住宅全装修的通知                | 2018 年 9 月 1 日起，新取得出让土地的新建装配式住宅、设区市条件成熟区域的商品住宅工程（以下简称住宅工程）实行全装修，其他区域商品住宅鼓励采用全装修。   |
| 天津    | 2018 年 1 月  | 天津市装配式建筑“十三五”发展规划               | 到 2020 年，实施装配式建筑的保障性住房和商品住宅全装修率达到 100%。展望 2025 年，新建住宅 100% 实现全装修交付   |
| 四川    | 2016 年 3 月  | 四川省人民政府《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》     | 到 2020 年，新建住宅全装修达到 50%。到 2025 年，新建住宅全装修达到 70%  |
| 河南    | 2015 年 12 月 | 关于加快发展成品住宅的通知                   | 到 2020 年，新开工全装修成品住宅占新建住宅面积比例，省辖市及城乡一体化示范区争取达到 80%。   |
| 广西    | 2016 年 8 月  | 关于印发大力推广装配式建筑促进我区建筑产业现代化发展的指导意见 | 到 2020 年底，新建全装修成品房面积比率达到 20% 以上；其他设区市新建全装修成品房面积比率达到 10% 以上。  |
| 山西    | 2018 年 8 月  | 山西省人民政府办公厅关于加快推进住宅全装修工作的实施意见    | 到 2025 年，全省新开工全装修住宅面积占新开工住宅面积的比例力争达到 60% 以上，其中太原市中心城区新开工全装修住宅面积比例力争达到 100%，大同、朔州、晋中、阳泉、长治、晋城、临汾、运城市中心城区达到 95% 以上，忻州、吕梁市中心城区达到 90% 以上。鼓励其他区域和县(市)加快推动全装修住宅工作。 |
| 黑龙江   | 2018 年 10 月 | 黑龙江省人民政府办公厅关于促进建筑业改革发展的实施意见     | 2020 年末新建商品住宅全装修面积占新建面积比例哈尔滨市不低于 50%，齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于 40%，其他市（地）不低于 30%，县级城市不低于 20%。   |
| 浙江    | 2016 年 9 月  | 浙江省人民政府办公厅关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见 | 实现新建住宅全装修全覆盖。2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。  |
| 辽宁    | 2017 年 8 月  | 辽宁省人民政府办公厅关于促进建筑业持续健康发展的实施意见    | 推行住宅建筑全装修。在城市中心区域全部推行新建住宅全装修，逐年提高成品住宅比例。各地区要出台推进新建住宅全装修工作的   |

|         |          |                               |   |
|---------|----------|-------------------------------|---|
|         |          |                               | 政策措施, 对新建住宅全装修设计、施工等流程实施有效监管。   |
| 上海      | 2016年10月 | 市政府关于印发《上海市城乡建设和管理“十三五”规划》的通知 | 外环线以内采用装配式建筑的新建商品住宅、公租房和廉租房项目100%采用全装修, 实现同步装修和装修部品配件预制化  |
| 海南      | 2017年5月  | 海南省商品住宅全装修管理办法(试行)            | 2017年7月1日(含)后取得施工许可证的商品住宅工程(以下简称住宅工程)实行全装修。   |
| 山东      | 2019年1月  | 山东省绿色建筑促进办法                   | 新建装配式建筑应当实行全装修。   |
| 内蒙古     | 2013年7月  | 关于推进住宅全装修工作的意见                | 争取通过5年左右的时间, 新建住宅全装修比例达到80%以上, 基本实现新建住宅全装修竣工。   |
| 江苏      | 2017年11月 | 省政府关于促进建筑业改革发展的意见             | 至2020年, 设区市新建商品房全装修比例达到50%以上, 装配式住宅建筑和政府投资新建的公共租赁住房全部实现成品住房交付。  |
| 河北      | 2012年5月  | 河北省住房和城乡建设厅关于推进新建住房全装修工作的意见   | 争取通过5年的努力, 新建住房全装修比例不低于60%; 设区市基本实现住房全装修竣工。自2012年起, 全省新建住房全装修比例应达到竣工面积的10%, 石家庄、唐山市逐年按不低于10%的比例增加, 其他各市逐年按不低于7%的比例增加。 |
| 陕西      | 2018年12月 | 西安市推进新建住宅全装修工作实施意见            | 【西安】自2019年1月1日起, 在全市行政区域内新建住宅推行全装修成品交房  |
| 湖北      | 2018年4月  | 关于促进全省建筑业改革发展二十条意见            | 2019年1月1日起, 全省各城市新建商品住宅中, 全面推行一体化装修技术。  |
| 湖南      | 2019年9月  | 关于印发《(湖南省绿色装配式建筑评价标准)补充规定》的通知 | 2023至2025年, 长株潭地区装配式建筑项目采用全装修比例不低于70%, 其他市州不低于50%, A级及以上装配式建筑的项目必须采用全装修。  |
| 住房城乡建设部 | 2017年4月  | 建筑业发展“十三五”规划                  | 到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%   |
| 住房城乡建设部 | 2019年2月  | 《住宅项目规范》征求意见稿                 | 城镇新建住宅建筑应全装修交付  |

资料来源: 各政府网站, 光大证券研究所整理

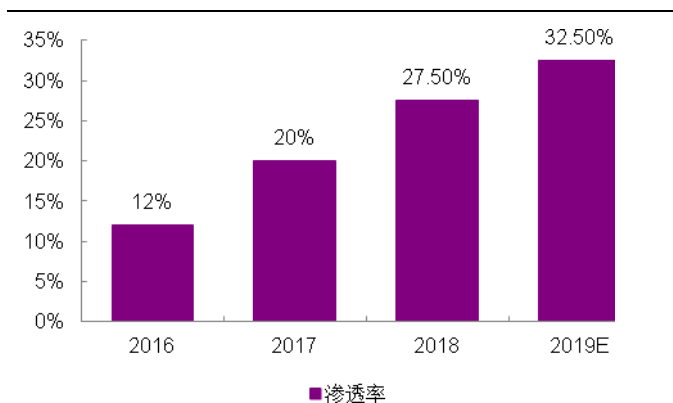
奥维云网统计了2015年迄今的精装房套数数据, 可以注意到2016-18年间, 精装房套数复合增速高于40%。值得注意的是, 奥维云网的统计口径为开盘销售的楼盘中精装房的套数, 在高周转的模式下, 新开工-开盘销售-竣工交房均有一定周期。

图 35: 精装房套数



资料来源: 奥维云网

图 36: 精装房渗透率



资料来源: 奥维云网

通常情况下, 新开工到开盘销售约为0.5年-1年, 而开盘销售到竣工则需要2年-2.5年。因此, 可以推论2019年下半年至2022年是精装房竣工

的高峰周期，年复合增速亦可维持在 40%左右。竣工回暖叠加精装房快速增长，装饰企业，尤其是 ToB 类企业将迎来快速成长期。

图 37：期房从新开工到竣工流程



资料来源：光大证券研究所

## 4.2、B 端大趋势，机遇与挑战并存

### ● 机遇源于集中度的提升

消费建材行业集中度低，随着全装修渗透率的提升，各类消费建材龙头企业的工程端起量带动营收和业绩增速加速，未来消费建材各自行业集中度还有较大的上升空间。

表 3：各种消费建材的主要应用领域

| 应用领域 | 防水 | 管道 | 涂料 | 陶瓷 | 五金 |
|------|----|----|----|----|----|
| 基建   | +  | +  | +  |    |    |
| 地产前端 | +  |    |    |    |    |
| 地产中端 | +  |    |    |    |    |
| 地产后端 | +  | +  | +  | +  | +  |

资料来源：光大研究所整理

以防水行业工程业务龙头东方雨虹为例，2018 年我国防水材料 784 家规模以上企业收入约 1147.4 亿元，同增 14.8%。2019 年 1-9 月 648 家规模以上企业收入 690 亿元，同比增长 16.3%，较为明显的是行业内营收 2000 万元以上的企业数量较去年末减少 136 家，行业集中度进一步上升。而东方雨虹 18 年营业收入 140.5 亿元，同增 36.5%，19 年 1-9 月营业收入 128.9 亿元，同增 38.6%，增速显著高于行业平均水平。

以管道行业工程业务龙头中国联塑和永高股份为例，2018 年行业塑料管道产量 1567 万吨，同增 3%，近年来增速放缓。中国联塑 18 年营收 237.7 亿元，同增 16.4%，销量 216.8 万吨，同增 8%，19 年 1-6 月营业收入 111.8 亿元，同增 6.6%。永高股份 18 年营业收入 53.5 亿元，同增 17.2%，销量 50.8 同增 16.4%。19 年 1-9 月营业收入 44.0 亿元，同增 18.5%。两家企业增速均高于行业平均水平。



以涂料行业龙头三棵树为例，2018 年行业总产量 1759.8 万吨，同增 5.9%。2019 年上半年总产量 965.5 万吨，同增 4.8%。三棵树为工程和零售均有扩展的企业，其中工程端占比近半。18 年工程端营业收入 17.6 亿，同增 54.7%，销量 33.5 万吨，同增 61.3%。19 年 1-9 月工程端销量增速 56.9%。行业整体增速有所放缓，但 B 端业务带动下公司营收增速水平较快。

以瓷砖行业工程端龙头帝欧家居为例，2018 年全国瓷砖总产量 90.11 亿平米，同比下滑 11.2%。2019 年上半年全国瓷砖总需求量 31.6 亿平米，同比下滑 10%。帝欧家居子公司欧神诺 18 年营业收入 36.8 亿元，同比增长 53.4%。19 年 1-9 月营业收入 37.1 亿元，同增 36.5%。即使在行业整体增速水平下滑的时候，B 端业务放量贡献了较快的公司营收增速。

综合上面可见，消费建材企业在全装修趋势下机会与挑战并存，对防水材料、塑料管道、涂料、陶瓷等建材子行业而言，龙头企业的资金实力、产能布局、成本管控、公司治理和产品质量等方面的优势将进一步凸显，在小企业因竞争压力而逐步退出市场的同时大企业的集中度在不断提升。长期来看，随着国内装修工程技术标准的进一步完善，客户对住房质量的要求不断提升，以及建材子行业龙头企业规模的不断提升，预计龙头企业的竞争优势还将不断加强。

#### ● 挑战源于地产商垫资的压力

竣工回暖及精装房比例提升，对消费建材类公司是行业性的红利。然而，并非所有的 ToB 消费建材公司均能享受到行业红利，主要在本轮周期地产链条的资金偏紧，对企业资产负债表有很大考验。

历史上看，竣工面积增速与地产资金来源之工程应付增速呈现较强正相关性，而新开工面积增速则与工程应付增速呈负相关性，背后的逻辑在于新开工阶段，业主方（地产商）通常会有 10%-15% 的工程预付款，令施工企业能够调拨资源开工；竣工阶段，则由于有竣工验收、审计、结算等环节，且还需留有 3% 左右的工程质保金，导致地产商应付规模将有增长（对应建筑施工企业应收款增长）

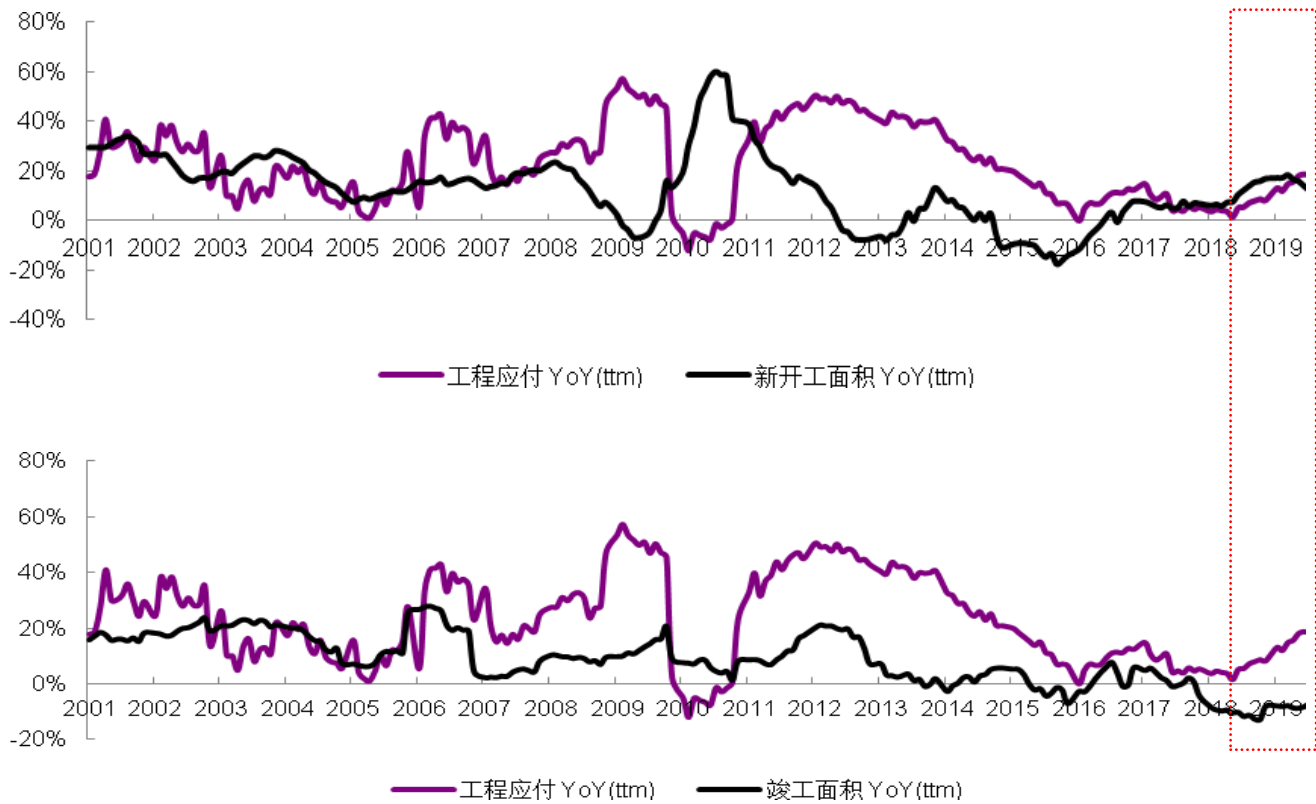
**值得注意的是，18 年以来，竣工面积依旧为负增长，但工程应付却快速增长。我们推论：本轮地产周期，地产商的议价能力大幅提升，在新开工阶段已要求建筑类企业进行垫资。这也意味着，2019H2-2022 年地产链条上的 ToB 消费建材类企业均将面临较大的资金压力。现实情况是，即便需求出现好转，但若企业资产负债表不够健康，则依然无法分享到行业红利。**

地产企业精装房通过低价采购上游建材和家电，集中装修后整体销售提升盈利水平。而地产商议价能力强，结算以付收账款和应付票据为主，房屋预售与工程款票据支付形成的账期差使地产企业获得更多流动性。截止 19 年 10 月房地产开发的资金来源中各项应付款的占比高达 24.2%（逐年提升），自 18 年以来其增速亦明显快于房地产开发的资金来源整体增速。

全装修趋势下，全国性地产企业占据市场主导地位，房企的话语权不断加强，且受地产调控和降杠杆等政策影响致使房企资金压力加大，叠加国内成品房装修工程标准和对应的监管体系还在逐步完善，预计在未来一段时间内，对于上游以工程业务为主的建材企业是较大的挑战。进入房企供应商体

系或更导致行业内部竞争加剧：最低中标价，较低的应收账款周转率和较差的收益质量等情况预计将持续。

图 38：地产资金来源之工程应付与新开工/竣工面积同比增速 (TTM) 间比较



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 19 年 10 月

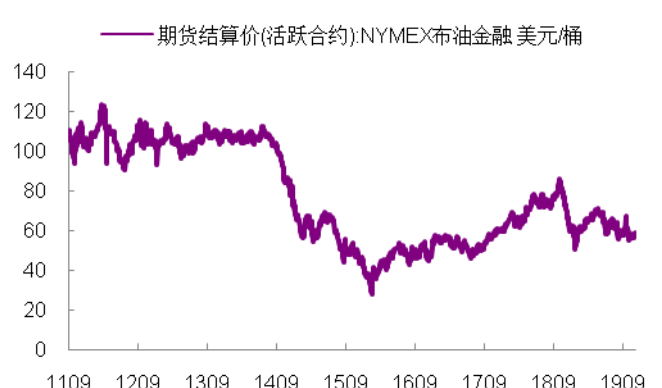
### 4.3、成本端，石油产业链产品价格基本稳定

图 39：IPE 布油价格走势图谱 (美元/桶)



资料来源：Wind，截止 19 年 11 月

图 40：NYMEX 原油价格走势图谱 (美元/桶)

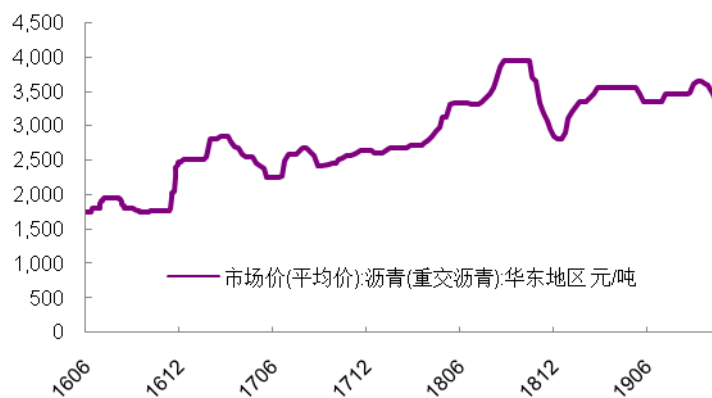


资料来源：Wind，截止 19 年 11 月

成本端，多个建材子行业（比如防水材料、混凝土添加剂、塑料管道、涂料等）的原材料成本和能源成本与原油价格变化联系紧密。2017-2018 年

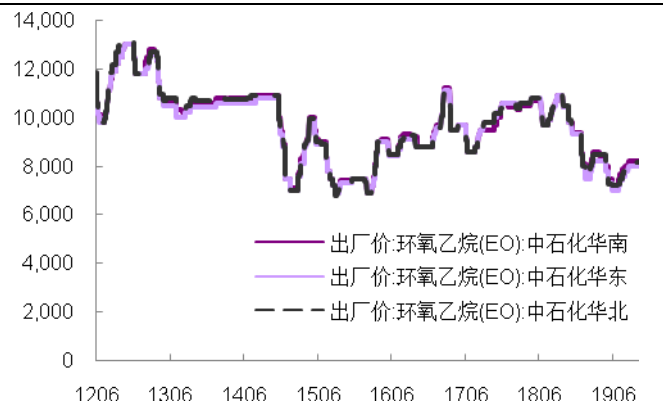
原油价格上涨带来的原材料和能源成本上涨压力，2019 年原油价格在区间波动，但产业链上相关产品价格走势有所分化，基本保持稳定。预计 2020 年受全球经济增速趋缓影响，原油价格将继续在区间波动，而石油产业链相关产品价格将维持相对稳定。

图 41: 沥青价格走势



资料来源: Wind, 截止 19 年 11 月

图 42: 环氧乙烷价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 截止 19 年 11 月

防水行业的主要原材料为沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液等，其中沥青所占比重最大。华东地区重交沥青 2017 年均价涨幅 47.2%；2018 年均价涨幅 25.1%；2019 年最新产品价格 3375 元/吨，均价累计较 18 年同期上涨 7.2%。

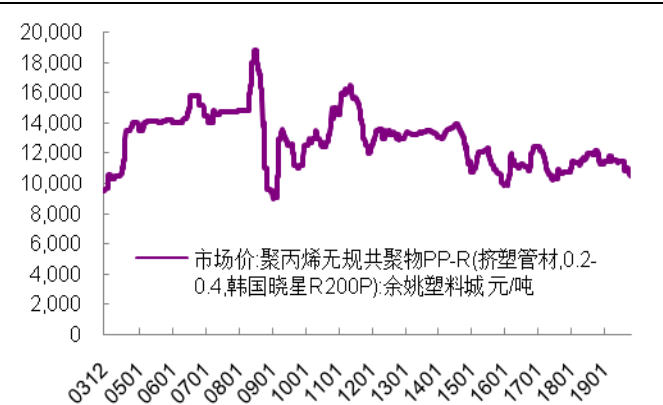
混凝土添加剂行业中主流产品羧酸系减水剂直接上游为聚醚单体（主流 HPEG 和 IPEG, APEG 和 MPEG 用量较少），原材料成本受环氧乙烷价格影响显著。中石化环氧乙烷出厂价 2018 年均价累计涨幅 6.4%；2019 年最新产品价格 7333 元/吨，均价累计较 18 年同期下降 24.3%。

图 43: PVC 价格走势



资料来源: Wind, 截止 19 年 11 月

图 44: PPR 价格走势



资料来源: Wind, 截止 19 年 11 月

塑料管道行业所用的 PVC、PPR、PE 亦属于石油产业链下游产品。PVC: 2017 年累计均价涨幅 10.1%，2018 年累计均价涨幅 4.0%，2019 年最新价

格 6647 元/吨，均价累计较 18 年同期下跌 0.4%；PP-R：2017 年累计均价下降 0.6%，2018 年累计均价涨幅 5.1%，2019 年最新价格 10600 元/吨，均价累计较 18 年同期下跌 2.1%。

## 5、玻璃行业盈利能力改善，玻纤行业尚需等待

### 5.1、玻璃：下半年涨价动力来自于行业供给收缩

从平板玻璃的销售加权平均价格来看，平板玻璃价格自 2018 年末的 82.3 元/重量箱持续下跌直至 2019 年 5 月的低点 74.1 元/重量箱，下跌趋势持续了 3 个季度，但自 6 月以来持续走高，11 月 82.4 元/重量箱的价格已达到前期 18 年 4 月和 9 月的高点，推升价格的原因是什么？

需求端，2019 年 1-10 月我国平板玻璃产量 7.8 亿重量箱，同比上升 5.2%，较 2017 年同期回落 2.7 个百分点，环比 1-9 月下降 1.9 个百分点。2018 年我国平板玻璃产量 7.8 亿重量箱，同比上升 5.2%。

图 45：平板玻璃现货均价



资料来源：中国建筑玻璃与工业玻璃协会，Wind，截止 19 年 11 月

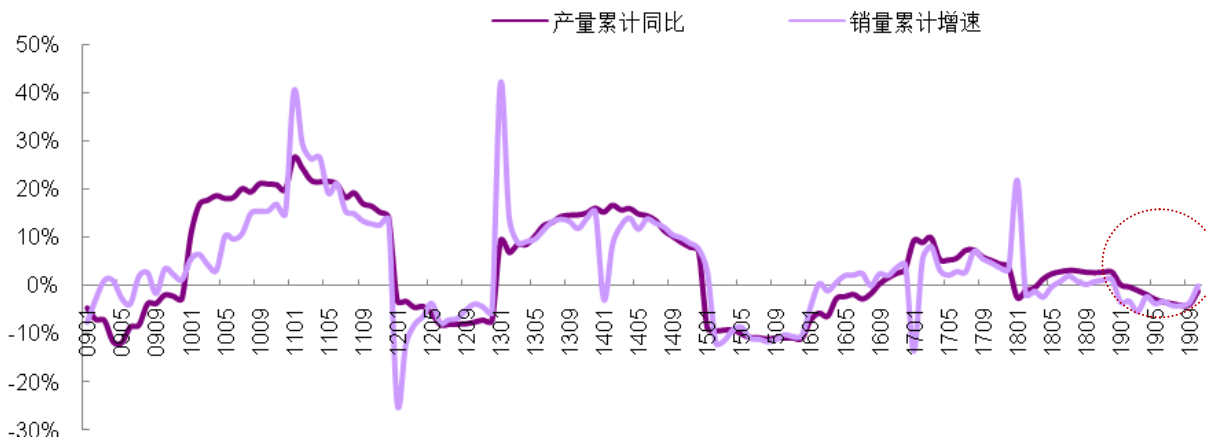
以重点监测企业的产销情况看，1-10 月国内重点浮法玻璃企业累计产品产量 5.2 亿重量箱，累计同比下降 1.0%；累计产品销量 1-10 月 5.0 亿重量箱，累计同比基本稳定。2009-2018 年重点监测企业的浮法玻璃产销增速情况与统计局口径的平板玻璃产量表现基本一致，但 2019 年重点企业的平板玻璃累计产销情况均出现下滑，与统计局口径的全国平板玻璃产量（图 46）口径发生背离。重点监测企业产量不升反降，目的是控产量降库存（重点监测企业库存情况见图 51）。

供给端，截至 19 年 10 月底，全国浮法玻璃生产线在产 242 条，日熔量共计 160685 吨，同比日熔量减少 3245 吨，降幅 1.98%。

6 月以来，平板玻璃行业密集召开行业会议，并首次提出“去非标”概念，9 月份开始，旗滨、中国玻璃、金晶等多厂停止非标厚度生产。行业内

部达成共识，平板玻璃行业发展要走“自救”之路，只能依靠自律加上自治，主动采取措施化解过剩产能，解决长期以来的供需失衡问题。此外9月工信部赴沙河检查“去非标”工作，沙河厂家均在产国标厚度玻璃。

图 46：重点监测企业的浮法玻璃产销情况



资料来源：中国建筑玻璃与工业玻璃协会，Wind，截止 19 年 10 月

行业新增产能受限，年内工信部奔赴各地核查产能，查处“批建不符”、“批小建大”等违规生产线，后期新建投放有限。此外，还有 11-12 年的老产能后期有望逐步进行冷修技改。沙河地区 17-18 年受环保影响，12 条生产线停产，产能合计 8600 t/d。截止 19 年 9 月末，沙河浮法玻璃生产企业共计 13 家，其中在产生产线 28 条，在产总产能 19850t/d，占全国总在产产能的 12.4%。9 月沙河长城 6 线 700 t/d 停产，后期受大气污染治理持续趋严影响，沙河地区生产线继续停产的可能性仍较大，涉及产能约 3000t/d 左右。19 年四季度以来，沙河地区限运政策实施限制了玻璃外运，亦在一定程度上影响了平板玻璃价格表现。

综上分析，下半年涨价玻璃行业的涨价动力主要来自于行业龙头企业的自律性供给收缩和行业在产产能的收缩。

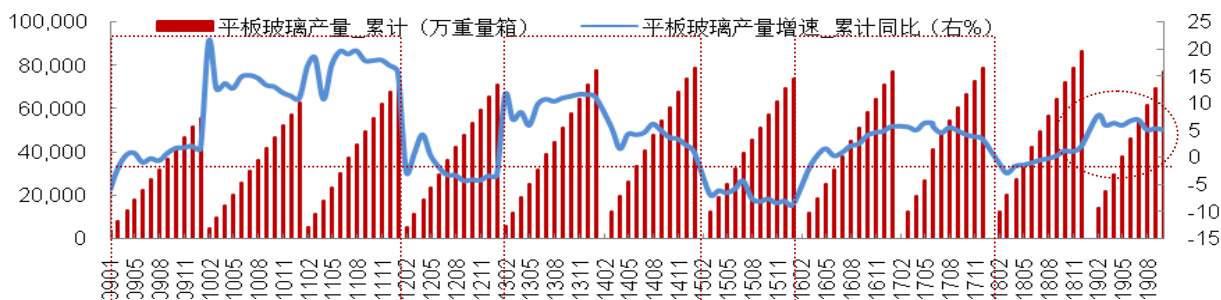
## 5.2、玻璃：汽车消费承压，关注地产竣工数据情况

玻璃的需求主要来自于房地产和汽车，其中房地产占比过半。前几次玻璃景气度好转均与：房地产资金面放松，地产销售旺盛，后端竣工面积同步或略滞后起量，地产后周期带动汽车销量向好有关。除 09-11 年以外，行业产能过剩的状况一直存在。

18 年以来房地产资金管控持续趋严，房地产销售面积基本维持平稳，地产企业资金面紧张；受地产补库存影响，新开工施工面积增速向好，但竣工面积增速连续两年负增长，叠加 19 年汽车销量出现大幅下滑。平板玻璃 18 年产量增速放缓至 2.1%，19 年 1-10 月产量增速在竣工面积未见明显起色和汽车销量下滑的情况下，反而同比增长 5.2%，说明地产新开工-施工逐步向竣工-竣工传导对平板玻璃需求形成了支撑。

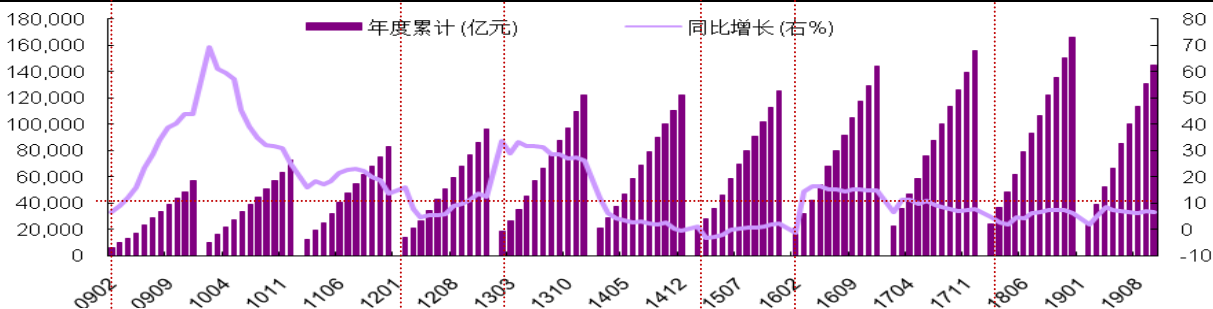


图 47：国内平板玻璃产量情况



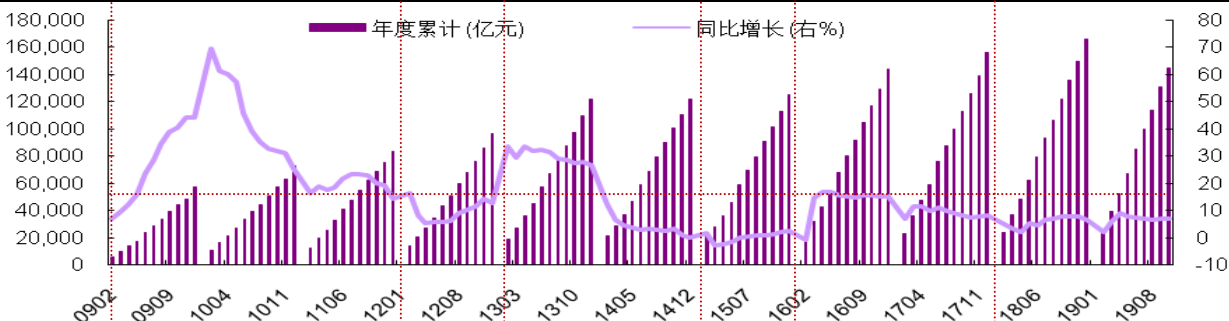
资料来源：统计局，Wind，截止 19 年 10 月

图 48：房地产资金来源情况



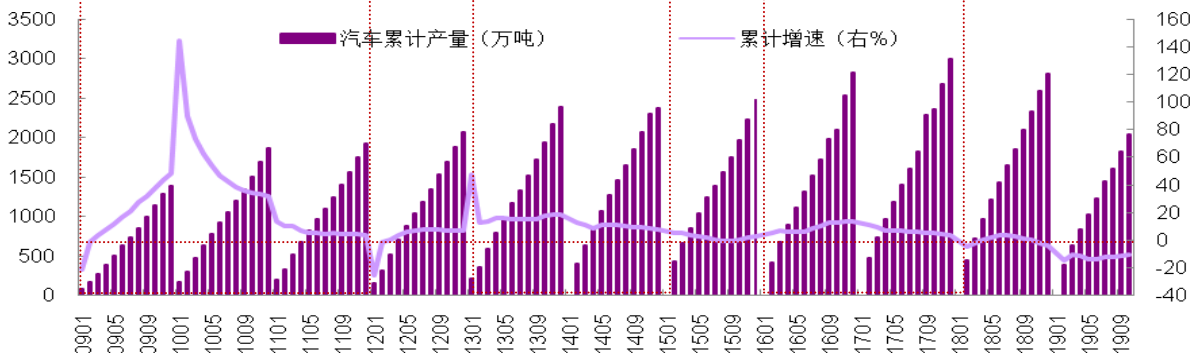
资料来源：Wind，截止 19 年 10 月

图 49：房地产竣工情况



资料来源：Wind，截止 19 年 10 月

图 50：国内汽车产量情况



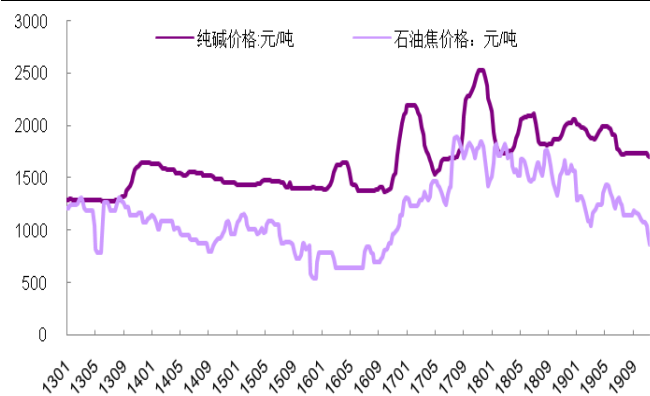
资料来源：Wind，截止 19 年 10 月

受前期施工和新开工指标表现较好,竣工面积单月增速连续3个月转正,预计竣工指标滞后有阶段性正增长,但如未来我国房地产商品房销售一直未有明显起色或将有所影响,后期重点关注地产政策变化,资金来源和竣工面积指标情况。叠加汽车消费萎靡影响,预计20年来自汽车的玻璃需求基本与19年持平。综合来看,明年玻璃两大需求中,仅地产后周期竣工端增速转正将对玻璃需求增速有一定提振,预计2020年玻璃需求增速3-5%,表现好于水泥。

### 5.3、玻璃：价格坚挺成本下行，盈利改善

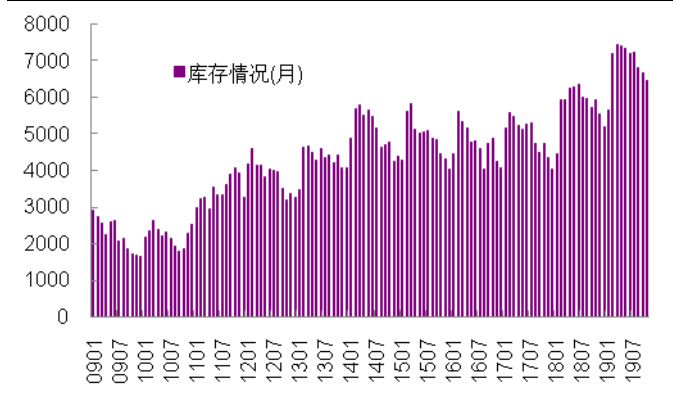
在供给收缩的支撑下,平板玻璃价格走势预计将继续坚挺,但因下游玻璃加工成品涨幅不足,价格进一步向产业链下游传导有一定阻力,且需重点关注2020年春节后沙河玻璃企业库存情况。

图 51：玻璃原材料纯碱、燃料石油焦价格



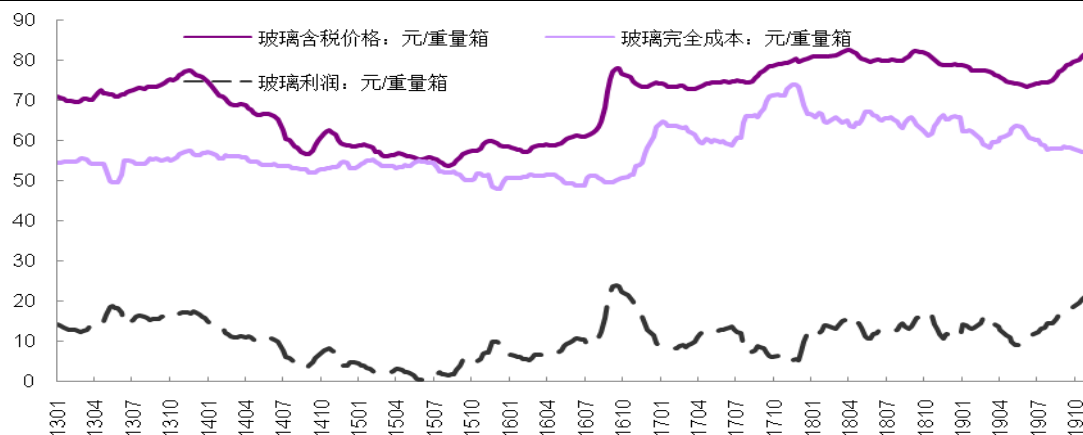
资料来源：Wind，截止19年11月

图 52：重点检测浮法玻璃企业库存情况



资料来源：Wind，截止19年10月

图 53：玻璃价格、成本及利润走势变动图谱（以石油焦为燃料进行测算）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，截止19年11月

成本端，19年11月纯碱价格1705元/吨，累计同比下降2.6%，受玻璃生产线冷修减产影响，纯碱交易价格持续下行。石油焦价格870元/吨，累计同比下降25%，17-18年最高价格达到过1900元/吨，年内价格持续下行。天然气和重油价格基本稳定。

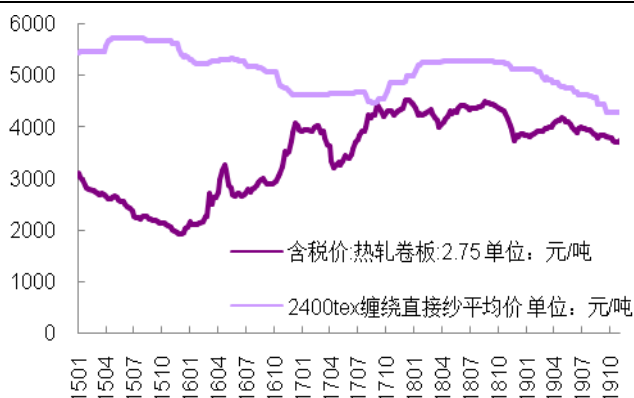
价格坚挺，成本下行，行业盈利确定性改善。关注玻璃行业产能结构和产能布局较优，具备技术和成本优势的玻璃龙头企业。

## 5.4、玻纤：过剩产能消化和景气度改善尚需时间

玻纤行业是我国为数不多的具备全球竞争力的产业，国内玻纤行业龙头企业掌握高端产品核心技术，持续投入研发产品向高端发展，精细化管理与成本管控，具有成本和规模优势；虽有世界经济放缓的影响和周期性产能过剩的冲击，但我们长期看好龙头企业的价值成长。

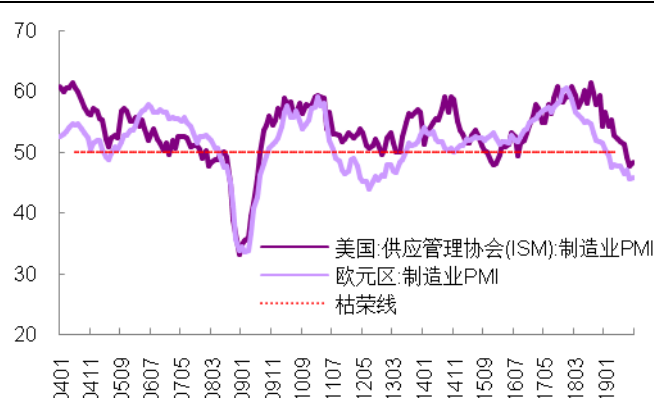
玻纤行业下游需求领域分布广泛，对其他材料替代性在逐步加强。除传统的建筑和风电领域外，玻纤在交通运输、环保新能源、电子领域都有众多应用，且其优势在不断增强。

图 54：玻纤与竞品材料价格对比



资料来源：Wind、卓创资讯、光大证券研究所，截止19年11月

图 55：美国及欧元区制造业 PMI



资料来源：WIND、光大证券研究所，截止19年10月

表 4：国内玻纤产能情况

|          | 生产企业家数 | 生产线条数 | 总产能 (万吨/年) | 在产产能 (万吨/年) |
|----------|--------|-------|------------|-------------|
| 2018年1月  | 27家    | 86条   | 415.3      | 368.2       |
| 2019年1月  | 27家    | 86条   | 507        | 463.9       |
| 2019年10月 | 29家    | 100条  | 519.3      | 488.6       |

资料来源：卓创资讯

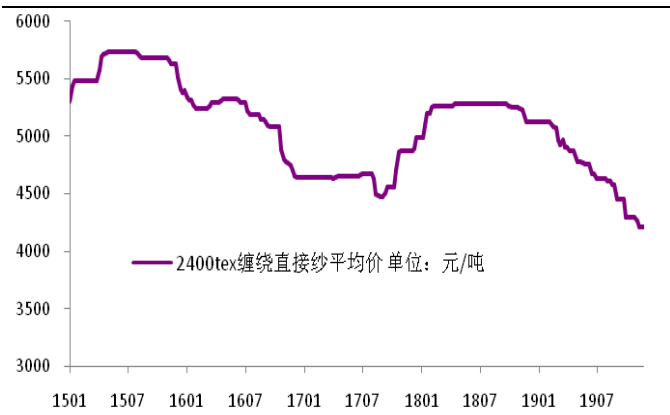
应用领域广泛使得玻纤需求与宏观经济的景气度高度相关。玻纤的全球需求主要分布在欧、美、中、中东、东南亚、印度等发达或新兴经济体地区，其中，欧美的玻纤应用最为广泛和成熟，中国其次。欧美经济放缓和中美贸易摩擦，直接影响玻纤需求表现。16年至18年上半年欧美经济体呈复苏态

势，但自 18 年下半年以来欧美经济加速放缓，截止 19 年 10 月美国和欧元区制造业 PMI 已处于枯荣线下方。

供给情况，截止 2019 年 10 月底，根据卓创资讯，国内玻纤共有 100 条生产线，总产能 519.3 万吨，其中在产产能 488.6 万吨，总产能较 2018 年初新增了近 100 万吨/年的产能。2020 年新增产能仅泰山玻纤老厂的 7、8 线技改扩产。

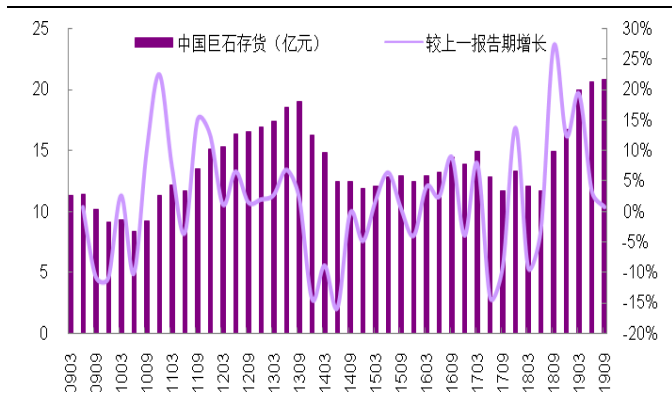
受制于玻纤产能供给快速释放影响，2018 年四季度以来玻纤价格持续走低，库存持续走高，2019 年截止 11 月玻纤均价 4210 元/吨，累计均价较 18 年同期下跌 10.7%。从目前的情况来看玻纤价格进一步下跌空间有限，而需求受全球经济放缓，国内汽车销量下滑等影响有所承压，叠加过剩产能消化尚需时间，还有玻纤与竞品材料间相互替代等因素，预计价格仍将在底部震荡。

图 56: 玻纤价格走势



资料来源: 卓创资讯, 截止 19 年 11 月

图 57: 中国巨石存货数据一览



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

国内玻纤龙头企业在产品研发、技术、生产规模、产能布局(产能结构优化)、成本管控等优势较为显著。而在行业产能阶段性过剩，玻纤价格承压的周期性过程中，龙头与追随企业间的差距将进一步拉大。

## 6、投资建议

水泥行业: 看好华东、中南和东南高景气, 盈利能力虽不像前两年那样暴涨, 但稳定提升; 重点关注西北区域, 特别是新疆, 业绩弹性高。配置海螺水泥, 优选华新水泥、天山股份、祁连山、万年青、塔牌集团, 关注港股华润水泥控股。玻璃行业, 关注旗滨集团和港股信义玻璃。

小建材对开发商 2B 业务占比高且仍在持续提高的工程建材和消费建材公司: 东方雨虹, 关注帝欧家居、三棵树。业绩稳定, 估值合理的行业龙头和白马: 垒知集团、中国巨石、伟星新材、山东药玻。

表 5：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

| 证券代码   | 公司名称 | 收盘价(元) | EPS(元) |      |      | P/E(x) |     |     | P/B(x) |     |     | 投资评级 |    |
|--------|------|--------|--------|------|------|--------|-----|-----|--------|-----|-----|------|----|
|        |      |        | 18A    | 19E  | 20E  | 18A    | 19E | 20E | 18A    | 19E | 20E | 本次   | 变动 |
| 600585 | 海螺水泥 | 46.90  | 5.63   | 6.22 | 6.62 | 5      | 7   | 7   | 2.2    | 1.8 | 1.6 | 买入   | 维持 |
| 600801 | 华新水泥 | 21.91  | 3.46   | 3.21 | 3.52 | 5      | 6   | 6   | 2.8    | 2.1 | 1.7 | 买入   | 维持 |
| 000877 | 天山股份 | 10.76  | 1.18   | 1.53 | 1.85 | 9      | 7   | 6   | 1.3    | 1.2 | 1.0 | 买入   | 维持 |
| 600720 | 祁连山  | 10.82  | 0.84   | 1.55 | 1.78 | 13     | 7   | 6   | 1.5    | 1.2 | 1.1 | 买入   | 维持 |
| 000789 | 万年青  | 10.31  | 1.85   | 2.23 | 2.38 | 6      | 4   | 4   | 2.0    | 1.7 | 1.4 | 买入   | 维持 |
| 002233 | 塔牌集团 | 11.15  | 1.45   | 1.34 | 1.55 | 8      | 8   | 7   | 1.5    | 1.3 | 1.1 | 买入   | 维持 |
| 002271 | 东方雨虹 | 24.94  | 1.01   | 1.46 | 1.93 | 13     | 17  | 13  | 4.7    | 3.6 | 3.0 | 买入   | 维持 |
| 002398 | 垒知集团 | 5.39   | 0.36   | 0.61 | 0.76 | 12     | 9   | 7   | 1.5    | 1.3 | 1.1 | 买入   | 维持 |
| 600176 | 中国巨石 | 9.24   | 0.68   | 0.59 | 0.63 | 14     | 14  | 13  | 2.3    | 2.1 | 1.9 | 买入   | 维持 |
| 002372 | 伟星新材 | 12.01  | 0.75   | 0.69 | 0.76 | 21     | 20  | 18  | 5.2    | 4.8 | 4.4 | 买入   | 上调 |
| 600529 | 山东药玻 | 23.40  | 0.84   | 0.78 | 0.98 | 23     | 33  | 26  | 3.9    | 3.6 | 3.2 | 买入   | 维持 |

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日

## 6.1、水泥行业：配置海螺，优选华新、天山、万年青、祁连山、塔牌集团，关注港股华润水泥控股

### 1、海螺水泥：高盈利水平维持，现金流持续充裕

海螺水泥的“T型”战略推进，沿长江中下游和沿海持续建设或租赁中转库等水路上岸通道，与中建材合力设立多家海中建材贸易公司，进一步完善市场布局提升控制力。因国内新增产能受限，公司进军“国际化”发展，东南亚、北非、中亚、南美等地多点开花，未来规划海外水泥产能达 5000 万吨/年。公司业务链亦逐步向上下游延伸。

19 年 1-9 月公司营业收入 1107.6 亿元，同增 42.4%；归母净利润 238.2 亿元，同增 15.0%，EPS 4.49 元。同期国内水泥累计产量 16.9 亿吨，同比增长 6.9%。公司自产水泥及熟料 2.32 亿吨，同增 8.5%。产能主要覆盖的泛长江流域需求整体稳中有升，受国内环保趋严及行业错峰生产常态化影响，区域水泥价格同比小幅提升，公司高盈利水平持续，“T”型战略布局下成本管控领先全行业，业绩稳健增长。此外，四季度南部需求旺季，受全国范围内严查运输超载影响，致使陆运费用大幅上升跨区域运输受限，将进一步支撑水泥价格表现

海螺水泥为国内水泥龙头，前瞻性战略布局不断完善区域控制力不断提升，扩张有序推进。行业供需格局持续向好，整体看全年业绩有保障。维持公司盈利预测 19-21 年 EPS 为 6.22、6.62、6.90 元，对于公司 A 股和 H 股均维持“买入”评级。

风险提示：行业供需格局恶化的风险，原材料、煤炭等价格大幅上涨的风险等。



## 业绩预测和估值指标

| 指标               | 2017   | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 75,311 | 128,403 | 137,066 | 143,622 | 148,476 |
| 营业收入增长率          | 34.6%  | 70.5%   | 6.7%    | 4.8%    | 3.4%    |
| 净利润 (百万元)        | 15,855 | 29,814  | 32,959  | 35,079  | 36,542  |
| 净利润增长率           | 85.9%  | 88.0%   | 10.5%   | 6.4%    | 4.2%    |
| EPS (元)          | 2.99   | 5.63    | 6.22    | 6.62    | 6.90    |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 17.7%  | 26.5%   | 24.1%   | 22.1%   | 20.1%   |
| P/E (A股)         | 16     | 8       | 8       | 7       | 7       |
| P/E (H股)         | 15     | 8       | 7       | 7       | 7       |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间 2019 年 11 月 26 日, 1 港元=0.899 元

## 2、华新水泥: 受益于成本和费用下降, 业绩快速增长

华新产能主要布局中南和西南区域, 国内中西部为基建“补短板”重点发力地区, 领域集中在公路、铁路等交通基础设施, 将对水泥需求形成较强的支撑。公司产能扩张有序进行, 上半年骨料项目新投产 450 万吨/年, 环保业务处置能力提升 134 万吨/年, 新型建材业务特种砂浆项目投产运行。

2019 年 1-9 月公司实现营业收入 224.7 亿元, 同增 18.0%, 归母净利润 48.4 亿元, 同增 42.0%, EPS 2.31 元。华新水泥和熟料产能主要布局中南和西南区域, 1-9 月湖北、湖南和云南水泥价格累计分别增长 8.0%、-3.4% 和 8.8%, 区域水泥需求累计分别增长 7.7%、0% 和 9.2%。尽管不同地区价格和需求情况有所分化, 但经测算, 报告期内公司水泥及熟料销量增速近 10%, 价格增幅近 7%, 量价齐升带来营收增长, 有息负债明显下降, 利息费用减少带来费用率下行, 三季度是淡季, 但单 3 季度盈利水平 (净利率 21.1%, 超过 18 年单 4 季度净利率水平) 创历史三季度盈利水平新高, 业绩快速增长超市场预期。经营性现金流 71 亿元, 同比增加 19 亿元同增 27%, 收益质量高。

华新水泥为国内水泥龙头, 熟料产能布局中南和西南区域, 另有海外飞点布局; 年内骨料、环保、和新型建材产能扩张有序进行, 将贡献新的业绩增长点。维持公司的盈利预测 2019-2021 年 EPS 3.21、3.52、3.90 元, 当前价格对应的 19 年 PE 水平仅 7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 固定资产投资和房地产投资增速下滑风险; 原材料和煤炭价格波动风险。

## 业绩预测和估值指标

| 指标               | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 20,889  | 27,466  | 32,317  | 34,915  | 37,601  |
| 营业收入增长率          | 54.4%   | 31.5%   | 17.7%   | 8.0%    | 7.7%    |
| 净利润 (百万元)        | 2,077.6 | 5,181.4 | 6,719.6 | 7,381.7 | 8,175.4 |
| 净利润增长率           | 359.7%  | 149.4%  | 29.7%   | 9.9%    | 10.8%   |
| EPS (元)          | 0.99    | 2.47    | 3.21    | 3.52    | 3.90    |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 17.5%   | 31.1%   | 31.0%   | 27.5%   | 25.1%   |
| P/E              | 22      | 9       | 7       | 6       | 6       |
| P/B              | 3.9     | 2.8     | 2.1     | 1.7     | 1.4     |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 26 日

### 3、天山股份：西部基建补短板发力，区域供需格局持续改善

新疆固定资产投资增速年内由负转正，基建重点工程项目推进，以及安居置业、脱贫攻坚等因素存在，区域内水泥需求情况较好，叠加错峰生产和淘汰 P.O. 32.5 水泥等政策实施，整体看区域供需格局改善。

2019 年 1-9 月公司实现营业收入 72.4 亿元，同增 28.6%，归母净利润 11.8 亿元，同增 54.3%，EPS 1.13 元。1-9 月，新疆累计水泥产量 3029 万吨，同增 7.4%。江苏累计水泥产量 11587 万吨，同增 11.8%。区域需求回暖，且取消 32.5 等级水泥的生产销售，水泥企业积极执行行业错峰生产，整体看供需格局改善，产品销售价格提升。量价齐升下，公司盈利弹性显现。

西部基建补短板发力，南北疆公路建设复工，多条跨天山高速公路加快建设，和若铁路修建中。区域供需格局改善，19 年水泥价格整体表现较 18 年好，水泥企业盈利水平明显改善，但由于前期我们对区域水泥景气度改善判断过于乐观，我们下调公司 2019-2021 年 EPS 至 1.53、1.85、1.99 元（原预测 1.84、1.97、2.04 元）。天山股份作为区域水泥龙头，将持续受益于区域基建投资发力，供需格局整体向好，当前的估值水平处于公司历史估值低位水平，维持“买入”评级。

风险提示：需求表现不及预期，原材料、煤炭等价格大幅上涨的风险等。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017   | 2018   | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 7,080  | 7,932  | 9,906 | 11,091 | 11,872 |
| 营业收入增长率        | 41.6%  | 12.0%  | 24.9% | 12.0%  | 7.0%   |
| 净利润（百万元）       | 265    | 1,241  | 1,605 | 1,936  | 2,082  |
| 净利润增长率         | 165.5% | 368.5% | 29.3% | 20.7%  | 7.6%   |
| EPS（元）         | 0.25   | 1.18   | 1.53  | 1.85   | 1.99   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 3.6%   | 14.8%  | 16.7% | 17.5%  | 16.6%  |
| P/E            | 43     | 9      | 7     | 6      | 5      |
| P/B            | 1.5    | 1.3    | 1.2   | 1.0    | 0.9    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日

### 4、祁连山：区域水泥销量大幅增长，业绩弹性释放

2019 年 1-9 月公司实现营业收入 52.2 亿元，同增 20.9%，归母净利润 10.4 亿元，同增 88.9%，EPS 1.34 元。祁连山销售水泥及熟料为主，覆盖甘肃、青海和西藏等地区，甘肃为主，受区域基建补短板拉动需求向好，报告期内甘肃、青海和西藏的水泥销量分别同比增长 14.5%、1%和 23.5%，同期区域水泥价格基本维持稳定，公司盈利水平和经营效率均有提升，业绩表现超市场预期。

西北区域水泥行业需求受基建投资影响明显，区域年内加快推进基础设施建设项目，加大补短板力度，公司产能覆盖区域 19 年需求较好，供需格局改善，水泥和熟料销量大幅增长，业绩弹性释放；此外积极延伸产业链，

加大布局商品混凝土和骨料业务。维持公司 19-21 年盈利预测 EPS 至 1.55、1.78、1.86 元，维持“买入”评级

风险提示：需求表现不及预期，原材料、煤炭等价格大幅上涨的风险等。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）      | 5,969  | 5,775 | 7,297 | 7,886 | 8,044 |
| 营业收入增长率        | 16.7%  | -3.3% | 26.4% | 8.1%  | 2.0%  |
| 净利润（百万元）       | 575    | 655   | 1,206 | 1,385 | 1,444 |
| 净利润增长率         | 245.0% | 13.9% | 84.2% | 14.8% | 4.3%  |
| EPS（元）         | 0.74   | 0.84  | 1.55  | 1.78  | 1.86  |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 10.8%  | 11.4% | 17.9% | 17.7% | 16.3% |
| P/E            | 15     | 13    | 7     | 6     | 6     |
| P/B            | 1.6    | 1.5   | 1.2   | 1.1   | 0.9   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日

#### 4、万年青：区域水泥价格先抑后扬，看好四季度旺季表现

万年青产能集中在江西省，虽位处中南但紧邻华东华南等优势区域，东部基建投资支撑，城际铁路和轨道交通建设项目密集出台，此外，地产新开工、施工需求持续向好，带动水泥需求表现较好。区域水泥产能集中度高，虽有新增供给但并不影响现有竞争格局，公司龙头地位稳固，大企业间协同配合环保错峰生产，水泥价格一改过去“洼地”表现可观。除传统水泥业务外，公司亦积极向下游拓展，有序推进商业混凝土项目建设。

19 年 1-9 月公司实现营业收入 73.4 亿元，同增 4.6%，归母净利润 9.1 亿元，同减 0.8%，EPS 1.14 元。1-9 月江西累计水泥产量 6725 万吨，同增 3.0%，水泥均价 417.8 元/吨，同增 0.3%。11 月以来水泥最新价格 520 元/吨已突破历史高点，四季度为需求旺季，看好公司四季度业绩弹性。

中南地区行业景气度高，需求端有房地产和基建的需求保障，供给端产能集中度高叠加环保限产，供求格局稳中向好，四季度量价齐升。我们维持公司的盈利预测 19-21 年净利润为 13.7、14.6 和 15.5 亿元，EPS 至 1.71、1.83、1.94 元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产、基建等下游需求下滑的风险，原材料、煤炭价格上涨风险等。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 7,094  | 10,208 | 11,398 | 12,294 | 13,290 |
| 营业收入增长率        | 25.4%  | 43.9%  | 11.7%  | 7.9%   | 8.1%   |
| 净利润（百万元）       | 463    | 1,138  | 1,365  | 1,459  | 1,547  |
| 净利润增长率         | 101.8% | 145.9% | 20.0%  | 6.8%   | 6.0%   |
| EPS（元）         | 0.58   | 1.43   | 1.71   | 1.83   | 1.94   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 14.9%  | 28.2%  | 27.8%  | 25.2%  | 23.0%  |
| P/E            | 18     | 7      | 6      | 6      | 5      |
| P/B            | 2.6    | 2.0    | 1.7    | 1.4    | 1.2    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日

## 5、塔牌集团：前三季度需求和价格表现不及预期，四季度价格创历史新高

港珠澳大湾区一体化和珠三角交通网络建设规划出台以来，城市和城际轨道交通建设自三季度以来全面推进，叠加粤东地区乡村振兴战略和新农村建设，区域水泥需求继续向好。

19年1-9月公司实现营业收入44.3亿元，同降2.02%，归母净利润10.5亿元，同降15.8%，EPS 0.88元。1-9月广东和福建累计水泥产量11575和6817万吨，同增1.0%和7.5%，水泥均价507和443元/吨，分别同增0.3%和同降3.8%。11月以来广东和福建水泥最新价格555和510元/吨均创历史性高，四季度为需求旺季，看好公司四季度业绩弹性。

前三季度受雨水天气和基建尚未启动影响，区域需求和价格表现不及预期，但得益于大湾区轨道交通规划逐步落地未来需求向好，以及区域熟料新增供给有限，整体看水泥供需格局较好，四季度以来价格水平创历史新高。公司商混业务快速成长，文福熟料万吨线项目将持续贡献产品销量增长。下调公司19-21年的盈利预测EPS 1.34、1.55、1.71元（原预测1.59、1.74、1.91元），当前的估值水平处于公司历史估值低位水平且公司近60%的分红率为行业最高，维持“买入”评级。

风险提示：需求表现不及预期，原材料、煤炭等价格大幅上涨的风险等。

### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017  | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）      | 4,564 | 6,630  | 6,693 | 7,903 | 8,670 |
| 营业收入增长率        | 25.8% | 45.3%  | 0.9%  | 18.1% | 9.7%  |
| 净利润（百万元）       | 721   | 1,723  | 1,598 | 1,847 | 2,034 |
| 净利润增长率         | 58.7% | 139.0% | -7.3% | 15.6% | 10.1% |
| EPS（元）         | 0.60  | 1.45   | 1.34  | 1.55  | 1.71  |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.8%  | 19.2%  | 15.8% | 15.5% | 14.8% |
| P/E            | 18    | 8      | 8     | 7     | 7     |
| P/B            | 1.6   | 1.5    | 1.3   | 1.1   | 1.0   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月26日

## 6.2、小建材 1:B 端业务占比高且仍在持续提高的工程建材和消费建材公司

### 1、东方雨虹：工程业务增速较快，行业集中度不断提升

2019 年 1-9 月公司实现营业收入 128.9 亿元，同增 38.6%，归母净利润 15.7 亿元，同增 40.6%，EPS 1.05 元。原材料沥青价格自二季度基本维持稳定，公司综合毛利率相对稳定。公司营收增速较快，销售规模扩大导致有息负债增加财务费用上升，但销售和管理费用控制较好，带动费用率下行。经营活动现金流净流出 20.5 亿元增幅较大，但应收账款周转天数 116 天，较中报和去年同期均有下降。

雨虹战略定位“建筑建材系统服务商”，深度融合原有直销和工程渠道成立工程建材集团，积极调整经营策略和组织构架。得益于年内地产施工面积增速持续向好和下游地产集中度提升，防水行业集中度不断提升，公司产能全国布局，营收表现强劲，业绩快速增长。

公司“渗透全国”战略稳步实施，龙头地位稳固品牌影响力加强，业务拓展能力优，市占率稳中有升，营收表现强劲；此外积极应对市场，调整组织架构，战略定位由量转质，配合长期以来的高度执行力，业绩增速整体较快。我们维持 19-21 年的 EPS 1.46、1.93、2.48 元，目标价 27.00 元对应公司 19 年约 18 倍 PE 水平不变，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、需求不及预期，原材料价格上涨。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 10,293 | 14,046 | 18,866 | 23,694 | 28,828 |
| 营业收入增长率        | 47.0%  | 36.5%  | 34.3%  | 25.6%  | 21.7%  |
| 净利润（百万元）       | 1,239  | 1,508  | 2,172  | 2,873  | 3,699  |
| 净利润增长率         | 20.4%  | 21.7%  | 44.0%  | 32.3%  | 28.8%  |
| EPS（元）         | 0.83   | 1.01   | 1.46   | 1.93   | 2.48   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 18.4%  | 19.1%  | 21.0%  | 22.9%  | 24.0%  |
| P/E            | 30     | 25     | 17     | 13     | 10     |
| P/B            | 5.5    | 4.7    | 3.6    | 3.0    | 2.4    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日



## 6.3、小建材 2：推荐估值合理的价值品种

### 1、垒知集团：混凝土外加剂业务加速成长，市占率提升

垒知集团检测及外加剂业务双轮驱动。检测业务推进“跨区域、跨领域”战略，通过投资和并购不断向外延展，稳步发展。外加剂业务公司产能全国布局，具有较好的品牌知名度，积极开拓业务渠道，持续提升市场份额，在城轨建设、高铁等基础建设领域具有较高的市占率，将持续受益于国内基建补短板发力，需求向好。

2019年1-9月公司实现营业收入23.6亿元，同增24.8%；归母净利润3.1亿元，同增53.4%，EPS 0.45元。

垒知集团检测及外加剂业务双轮驱动。检测业务推进“跨区域、跨领域”战略，外延式审慎稳步推进。外加剂业务公司产能全国布局，具有较好的品牌知名度，积极开拓业务渠道，持续提升市场份额，产品供不应求，受益于国内基建补短板发力，供需格局整体向好。维持公司19-21年EPS预测0.61、0.76、0.90元，维持“买入”评级。

风险提示：固投快速下滑，减水剂成本快速增长，检测布局不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）      | 1,998 | 2,716 | 3,481 | 4,202 | 4,744 |
| 营业收入增长率        | 44.2% | 35.9% | 28.2% | 20.7% | 12.9% |
| 净利润（百万元）       | 191   | 249   | 423   | 524   | 626   |
| 净利润增长率         | 14.2% | 30.4% | 69.9% | 23.8% | 19.6% |
| EPS（元）         | 0.28  | 0.36  | 0.61  | 0.76  | 0.90  |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.4%  | 10.1% | 14.7% | 15.8% | 16.3% |
| P/E            | 20    | 15    | 9     | 7     | 6     |
| P/B            | 1.6   | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月26日

### 2、中国巨石：价格低点已近，产能过剩消化尚需时间

中国巨石深耕行业多年，全球市占率20%以上，在大型池窑建设、大漏板加工、纯氧燃烧等核心技术方面处于领先地位，产品种类齐备，管理精细化，盈利水平为业内最优。公司产能全球布局，拥有浙江桐乡、江西九江、四川成都、埃及苏伊士、美国南卡五个生产基地，未来还将在印度投资建厂。龙头企业在产品研发、技术、生产规模、产能布局、成本管控等优势较为显著。而在行业产能阶段性过剩，玻纤价格承压的周期性过程中，龙头与追随企业间的差距将进一步拉大。

2019年1-9月公司实现营业收入77.4亿元，同增1.4%，归母净利润15.5亿元，同降19.0%，EPS 0.44元。中美贸易摩擦升级，宏观经济增长放缓，玻纤行业产能集中扩张，市场竞争加剧等原因，18年四季度以来玻纤产品价格持续下滑，至19年三季度价格走势已近低点，行业内公司大面积亏损，预计将加速行业内低效产能出清，利好规模成本有优势和产能结构较为优质的龙头企业。前三季度公司粗纱销量约126吨，同增约5%，价格降幅约7%，尽管公司毛利率水平仍承压，但盈利能力继续维持业内最高水平，管理费用率上升和有息负债增加财务费用上升等费用率占比提升明显，三季度公司业绩下滑幅度较二季度进一步扩大。

公司的“三地五洲”布局将有效规避贸易壁垒提升市占率；中高端产品占比提升将优化营收结构；成本继续保持全行业领先优势。后期产品价格进一步下降空间有限，预计随着低效产能出清，行业供需格局将逐步好转，维持公司19-21年EPS的盈利预测0.59、0.63、0.69元；行业需求未来5-10年仍具成长空间，公司长期价值突显，PB水平处于其历史均值以下，维持“买入”评级。

风险提示：行业产能扩张较快致使玻纤产品价格下跌风险；汇率波动导致汇兑损失风险；高贸易壁垒风险；欧美经济下滑风险等。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017  | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 8,652 | 10,032 | 10,212 | 10,661 | 11,495 |
| 营业收入增长率        | 16.2% | 16.0%  | 1.8%   | 4.4%   | 7.8%   |
| 净利润(百万元)       | 2,150 | 2,374  | 2,059  | 2,192  | 2,430  |
| 净利润增长率         | 41.3% | 10.4%  | -13.3% | 6.4%   | 10.9%  |
| EPS(元)         | 0.61  | 0.68   | 0.59   | 0.63   | 0.69   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 17.3% | 16.7%  | 13.3%  | 12.8%  | 12.9%  |
| P/E            | 15    | 14     | 16     | 15     | 13     |
| P/B            | 2.6   | 2.3    | 2.1    | 1.9    | 1.7    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月26日

### 3、伟星新材：零售端承压，工程端虽增速快但基数小

公司年内定位于“零售、工程双轮驱动”，调整为零售、建筑工程、市政工程三大业务专线，多线布局，进一步优化业务三大片区组织架构。工程业务持续完善不断拓展，市政、建筑专线调整更具市场竞争力；同心圆新产品防水和净水等业务渠道协同效应凸显，为公司提供增长新动力。

2019年1-9月公司实现营业收入31.2亿元，同增5.2%，归属上市公司股东净利润6.9亿元，同增5.9%，EPS 0.44元。国内塑料管道行业增速放缓，市场环境复杂，行业竞争加剧，公司以“零售、工程双轮驱动”的发展战略，加快各业务板块布局和结构性调整，加速同心圆业务拓展。单3季度公司零售端进一步承压，工程端虽然增速较快但是基数小，难以抵消零售端业务下滑带来的影响，致使收入端增速出现下滑；PPR和PVC等原材料年内价格基本维持稳定，工程端业务盈利水平不及零售端业务，结构变化致使盈

利能力下行；成本和费用管控较好，利息收入增加带来财务费率下行，经营效率小幅提升；业绩出现下滑，表现不及市场预期。

伟星新材为塑料管道行业龙头，以差异化的服务以及扁平化的渠道管理，拥有伟星管、伟星水暖、伟星地暖、安内特、咖乐、星管家等多个国内著名品牌，涉及给水、排水、采暖、净水、防水和燃气等多个领域，持续投入研发创新，产品质量优异。公司收益高质量，成本端原油产业链产品价格基本稳定，整体经营稳健。维持公司 2019-2021 年 EPS 至 0.69、0.76、0.84 元。经过前期价格调整目前股价对应 19 年 PE 约 18 倍处于历史估值底部，公司在多领域积极布局，虽短期不能确定经营情况何时好转，但长期看好公司的投资价值，上调至“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行需求下滑；原油价格上涨致原材料成本上升。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）      | 3,903 | 4,570 | 5,005 | 5,522 | 6,143 |
| 营业收入增长率        | 17.5% | 17.1% | 9.5%  | 10.3% | 11.2% |
| 净利润（百万元）       | 821   | 978   | 1,079 | 1,196 | 1,317 |
| 净利润增长率         | 22.5% | 19.1% | 10.3% | 10.9% | 10.2% |
| EPS（元）         | 0.52  | 0.62  | 0.69  | 0.76  | 0.84  |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 25.7% | 26.8% | 27.2% | 27.8% | 28.3% |
| P/E            | 23    | 19    | 18    | 16    | 14    |
| P/B            | 5.9   | 5.2   | 4.8   | 4.4   | 4.1   |

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日

#### 4、山东药玻：产品结构不断升级，盈利水平显著提升

1-9 月公司实现营业收入 21.6 亿元，同比增长 12.3%；营业成本 13.6 亿元，同比增长 9.1%；归母净利润 3.4 亿元，同比增长 30.0%；EPS 0.57 元。同时公司公布药用包装材料产业园一期工程规划，应对逐步增长的市场需求，将投资扩建一个一类模制瓶车间，配套仓库、办公楼、宿舍楼等设施，总投资约 4 亿元，预计主体建设周期一年。中性硼硅需求向好，棕色瓶和日化瓶销量持续增加，公司营收增长稳健，产品结构优化带来盈利能力提升；年内持续加大研发投入（增速 81%）和汇兑收益减少，致使费用率有所上升；整体看业绩维持较快增速。

10 月 15 日国家药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》发布，其中“注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致”。后期正式文件出台可期，预计将加速注射剂药品的注册与受理进度，进而助推中性硼硅玻璃需求增长，带来国内药用玻璃行业整体需求结构升级。

药用玻璃行业壁垒较高，客户粘性大，因产品安全性、稳定性和相容性等原因轻易不更换供应商。而 2018 年仿制药新政和药物注射剂研发技术指导政策相继出台，关联评审和共同评审政策稳步推进，药包材相容性与安全性要求提升，药品质量安全为监管重点。制药企业承担药物安全的主要责任，

药用玻璃逐步从钠钙玻璃和低硼硅玻璃向中性硼硅玻璃升级，持续利好龙头发展。

山东药玻为国内药用玻璃龙头，受益于一致性评价推进和监管趋严带来的市占率提升和产品结构优化，营收增长稳健；规模和成本优势显著，持续深挖潜效，盈利能力稳中有升，业绩维持较快增速。维持公司 19-21 年的盈利预测 EPS 0.78、0.98、1.22 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地不及预期，需求增速不及预期，原材料燃料价格上升，贸易摩擦的不确定性和汇兑损益等风险。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）      | 2,330 | 2,585 | 2,880 | 3,202 | 3,550 |
| 营业收入增长率        | 13.3% | 10.9% | 11.4% | 11.2% | 10.9% |
| 净利润（百万元）       | 263   | 358   | 462   | 580   | 725   |
| 净利润增长率         | 38.6% | 36.3% | 28.9% | 25.7% | 24.9% |
| EPS（元）         | 0.44  | 0.60  | 0.78  | 0.98  | 1.22  |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.1%  | 10.2% | 12.0% | 13.5% | 15.0% |
| P/E            | 53    | 39    | 30    | 24    | 19    |
| P/B            | 4.3   | 3.9   | 3.6   | 3.2   | 2.9   |

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 26 日

## 7、风险分析

水泥行业：当前水泥价格处于历史较高水平，如后期供给侧收缩缓慢，或新增产能投放过快，价格与盈利将有较大回落压力，从而不利于在位企业营收和业绩的稳定增长。

新型建材行业：原材料燃料等涨价风险，需求不及预期风险、竞争格局恶化风险、产品价格上涨不及预期风险、汇率波动带来的汇兑损失等风险。

应收账款坏账风险：由于下游领域业务模式、结算方式、终端客户总体资金偏紧、企业给予扩大市场占有率等因素影响，应收账款周转慢是集中度较低的建材子行业企业普遍面临的问题。企业在成本转移及产品定价方面的能力表现不尽人意，对大型直销客户和大宗商品原材料供应商的议价能力较弱，很难建立有效的价格传导机制。



## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明  |
|-----|---|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;                          |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;                  |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;                          |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

| 上海                             | 北京  | 深圳                                 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |