

建材

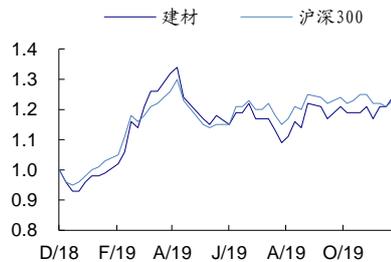
非金属建材行业 2020 年度投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 12 月 10 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《非金属建材行业投资专题：“新均衡”下，关注具有可持续高现金分红潜力的上市公司》——2019-11-25
- 《非金属建材行业投资专题：“新均衡”下，水泥的“底”在哪里？》——2019-10-11
- 《建材行业 2019 年中期投资策略：暮色苍茫看劲松，乱云飞渡仍从容》——2019-06-26
- 《建材行业 2019 年投资策略：远山初见疑无路，曲径徐行渐有村》——2018-12-19
- 《建材行业 2018 年年度投资策略：新均衡、新思路》——2017-12-15

证券分析师：黄道立

电话：0755-82130685  
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511070003

证券分析师：陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980518090002

联系人：冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

行业投资策略

行稳致远，进而有为

● 宏观需求——心静则稳

现阶段，市场已逐步达成“经济稳增长周期下行、增长结构将发生转变”的共识，并逐步放弃对“通过地产或流动性大水漫灌以刺激经济重回高速增长”的期待。宏观经济环境充斥着“稳”和“规范”两大主题词。在基建需求端，“稳投资”政策持续发力，投资增速趋稳，增势有望延续，且增长呈结构化特征，区域发展布局不断加速，2020 年需重视城市群发展带来的机会；在地产需求端，因城施策的政策调整、利率下行以及购买力积累等因素或使地产销售走出小周期回暖，叠加前期已累积的开工项目，预计 2020 年地产投资韧性犹存，施工、竣工有支撑，开工或承压但若销售端走出小周期回暖，预计预期不差。

● 水泥——稳中求进

近几年行业的高景气运行验证了我们前期“新均衡”的判断。2020 年预计需求有支撑，供给控制仍将继续，“稳”依旧是行业运行主基调。多年偏“稳”的行业运行，使得龙头企业现金分红潜力大增，叠加利率长周期下行以及资本市场逐步开放引入海外“较便宜”资金的宏观背景，高分红企业的配置价值凸显。此外，水泥板块与 A 股其他板块相比，龙头溢价尚未完全发掘，未来有较大提升空间。推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、祁连山，结合基建需求的结构化特征，推荐部分重点区域的弹性品种冀东水泥、塔牌集团、祁连山。

● 玻璃、玻纤——进方能聚

玻璃行业 2019 年下半年走出阴霾，价格回升，预计 2020 年需求环境尚好，供给小幅收缩，价格平稳略增可期。玻璃行业不同产品间科技含量和盈利水平差距较大，但现阶段我国玻璃行业龙头集中度不高，产品差距未显著拉开，未来坚持环保高标准、提质、扩张、提升产品科技含量是龙头长期竞争胜出，提升市场份额的必由之路，推荐龙头旗滨集团、信义玻璃。

玻纤行业 2019 年价格承压，目前已跌至历史低位，2020 年行业供给冲击有限，随着需求对新增供给的不断消化，预计下半年回暖可期。玻纤行业龙头企业已形成了领先全球的技术优势，未来有望通过产能稳步扩张进一步提升全球市场份额，稳步推进产线的技改升级进一步巩固盈利优势，中长期看好，推荐中国巨石。

● 其他建材——聚而行远

其他建材行业格局普遍分散，呈现“大行业、小公司”的特点。尽管多数子行业仍普遍处于集中度低、竞争仍存不规范的阶段，但行业集中度上升的趋势已现，随着环保趋严和“营改增”政策红利等带来竞争环境规范化趋势，中小落后产能将逐步淘汰，预计行业集中度有望加速提升，尤其在下游房地产集中度提升、精装房比例提升的背景驱动下，龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，有望获得更快成长，推荐坚朗五金、帝欧家居、三棵树、东方雨虹、中国联塑、伟星新材。其他细分领域，建议结合行业和企业的发展，关注“小而美”的精彩，推荐再升科技。

● 风险提示：①宏观需求超预期下跌；②价格受到行政干预③供给限制放松

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600585	海螺水泥	买入	48.19	255,373	6.29	6.51	7.7	7.4
600176	中国巨石	买入	9.51	33,307	0.58	0.68	16.5	14.0
601636	旗滨集团	买入	4.44	11,933	0.50	0.65	8.8	6.8
002791	坚朗五金	买入	29.15	9,373	1.07	1.43	27.2	20.3
603601	再升科技	买入	6.81	4,786	0.25	0.33	27.4	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

## 内容目录

<b>从 18 年 4 季度的远山初见疑无路，到 19 年的曲径徐行渐有村</b> .....	<b>5</b>
年初至今强于大盘，在各行业中涨幅靠前.....	5
细分板块中涂料、防水材料、陶瓷瓷砖、石膏板、水泥表现相对突出.....	6
<b>宏观需求——心静则稳</b> .....	<b>7</b>
基建：“稳投资”政策持续发力，基建投资增速趋稳，增势有望延续.....	7
基建：区域发展布局不断加速，重视城市群发展带来的机会.....	9
地产：调控坚决程度史上之最，销售调整周期长度已超前两轮小周期.....	10
地产：触发销售端小周期回暖的要素在不断积累，2020 年回暖脉冲可期.....	12
地产：投资韧性仍存，预计前端预期不差，后端需求有支撑.....	14
<b>水泥——稳中有进</b> .....	<b>17</b>
19 年行业维持高景气，“新均衡”的判断持续验证.....	17
20 年需求有支撑，供给控制仍将继续，“稳”依旧是行业运行主基调.....	17
多年偏“稳”的行业运行，使得龙头企业现金分红潜力大幅提升.....	19
利率长周期下行，高股息的比价优势将逐步显现.....	20
资本市场逐步开放，高股息率亦对海外资本有较大吸引力.....	21
水泥板块的龙头溢价还未完全发掘，未来估值提升空间大.....	23
<b>玻璃、玻纤——进方能聚</b> .....	<b>24</b>
玻璃：2019 年行业运行走出阴霾，企业盈利逐步回升.....	24
玻璃：2020 年需求预计尚好，供给有望小幅收缩.....	25
玻璃：提质、扩张、提升产品科技水平是龙头长期竞争胜出的必由之路.....	26
玻纤：价格已跌至底部区域，2020 年供需格局有望改善.....	29
玻纤：产能扩张+技术升级，持续巩固龙头优势地位.....	30
<b>其他建材——聚而行远</b> .....	<b>31</b>
行业格局普遍分散，“大行业、小公司”特点明显.....	31
行业集中度加速提升，细分领域龙头企业有望获得更快成长.....	35
<b>投资策略——行稳致远，进而有为</b> .....	<b>39</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>39</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>41</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>41</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>41</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>41</b>

## 图表目录

图 1: 2018 年至今建材行业龙头公司跑出相对收益.....	5
图 2: 2019 年至今建材行业龙头公司跑出相对收益.....	5
图 3: 申万一级行业 2019 年年初至今涨跌幅排名 (%).....	5
图 4: 建材细分子板块年初至今涨跌幅 (%).....	6
图 5: 房地产开发投资增速和基建投资增速波动幅度收窄趋稳.....	7
图 6: 2019 年以来基建投资增速平稳回升.....	8
图 7: PPP 项目落地有望逐步加快.....	8
图 8: 近期发改委审批核准项目数.....	8
图 9: 近期发改委审批核准项目投资额.....	8
图 10: 重视城市群发展带来的机会.....	10
图 11: 此轮房地产调控周期更长.....	11
图 12: 首套平均房贷利率与商品房销售面积增速.....	13
图 13: 全国首套房贷平均利率同比.....	13
图 14: 城镇居民人均可支配收入实际增速已高于百城住宅价格指数同比增速 18 个月.....	14
图 15: 2019 年房地产开发资金增速.....	14
图 16: 房地产开发投资完成额中建筑工程同比增速.....	14
图 17: 房屋新开工面积增速和房屋竣工面积增速.....	15
图 18: 房屋施工面积及同比增速.....	15
图 19: 房屋竣工面积及同比增速.....	15
图 20: 房地产土地市场 2018 年年持续降温.....	15
图 21: 商品房销售面积增速与房屋新开工面积增速有较强相关关系.....	16
图 22: 商品房销售面积及同比增速.....	16
图 23: 本年土地购置面积及同比增速.....	16
图 24: 全国高标水泥均价高位上涨 (元/吨).....	17
图 25: 全国水泥均价处于历史高位.....	17
图 26: 2019 年水泥煤炭价格差中枢继续抬升至历史高位.....	17
图 27: 水泥企业经营活动现金流持续改善.....	17
图 28: 近 10 年水泥行业供求增速变动.....	18
图 29: 水泥熟料供需增速差逐步收敛 (%).....	18
图 30: 水泥企业平均带息债务率快速下行.....	19
图 31: 水泥企业平均资产负债率持续下行.....	19
图 32: 水泥行业分红规模增长显著.....	19
图 33: 水泥行业及龙头公司分红率水平处于高位.....	19
图 34: SHIBOR: 3M 已下行至较低水平.....	21
图 35: 中债 10 年期国债到期收益率下行至低位水平.....	21
图 36: 水泥行业平均股息率目前已高于 10 年期国债收益率.....	21
图 37: 外资持股占流通 A 股比例持续上升.....	22
图 38: 2018 年末不同国家外资持股占比.....	22
图 39: 不同国家和经济体十年期国债收益率.....	22
图 40: 2019 年玻璃现货价格下半年回升.....	24
图 41: 玻璃现货价格处于历史同期高位.....	24
图 42: 玻璃生产线库存下半年快速下行.....	24
图 43: 浮法玻璃在产产能及产能利用率.....	24
图 44: 2019 年纯碱价格下行明显.....	25
图 45: 玻璃-纯碱重油价格差中枢进一步收窄.....	25
图 46: 龙头企业 2019 年 Q3 毛利率快速回升.....	25
图 47: 玻璃企业单季度营业收入回升.....	25
图 48: 2018 年浮法玻璃行业前十大企业集中度.....	26
图 49: 玻璃工业创新发展方向.....	28
图 50: 玻纤行业供给增速今年回落明显.....	29
图 51: 部分厂家无碱玻纤价格 (元/吨).....	29
图 52: 中国巨石单位固定资产创收和创利.....	30
图 53: 国内玻纤产量及增速.....	30
图 54: 中国巨石高端产品占比持续提升 (%).....	30
图 55: 中国巨石人均创收和人均创利.....	30
图 56: 规模以上防水企业主营业务收入及增幅.....	31

图 57: 规模以上防水企业数量 .....	31
图 58: 2018 年主要防水上市企业收入占规模以上企业收入比 .....	32
图 59: 规模以上涂料企业主营业务收入及增幅 .....	32
图 60: 规模以上涂料企业数量 .....	32
图 61: 规模以上企业涂料和建筑涂料产量及占比 .....	32
图 62: 2018 年我国涂料市场 TOP100/10 市场集中度 .....	32
图 63: 2018 年主要建筑涂料上市企业收入占规模以上企业收入比 .....	33
图 64: 规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入及同比增速 .....	33
图 65: 规模以上建筑陶瓷企业数量 .....	33
图 66: 我国陶瓷砖产量及同比增速 .....	34
图 67: 主要建筑陶瓷上市企业收入占规模以上企业收入比 .....	34
图 68: 规模以上塑料管材企业主营业务收入及增幅 .....	34
图 69: 规模以上塑料管材企业数量 .....	34
图 70: 我国塑料管道产量及同比增速 .....	34
图 71: 主要塑料管上市企业收入占规模以上企业收入比 .....	34
图 72: 竞争环境趋于规范, 行业集中度加速提升 .....	35
图 73: 按销售面积计算的房地产行业市场集中度 .....	35
图 74: 按销售金额计算的房地产行业市场集中度 .....	35
图 75: 精装修商品住宅开盘规模及同比增速 .....	36
图 76: 精装商品住宅市场渗透率 .....	36
图 77: 精装商品住宅 TOP 开发商规模及同比增速 .....	36
图 78: 精装修商品住宅 TOP 开发商市场占比 .....	36
图 79: 建筑行业大而不强, 粗放而不规范, 是建筑行业发展多年形成的现状 .....	37
图 80: 主要防水材料上市企业收入增速与行业平均增速 .....	38
图 81: 主要建筑涂料上市企业收入增速与行业平均增速 .....	38
图 82: 主要建筑陶瓷上市企业收入增速与行业平均增速 .....	38
图 83: 主要塑料管上市企业产量增速与行业平均增速 .....	38
表 1: 年初至今涨跌幅排名前 10 的建材标的 .....	6
表 2: 围绕基建补短板的“稳投资”政策持续加码 .....	8
表 3: 部分省份追加年内重点建设项目数量及投资额 .....	9
表 4: 2019 年四季度以来各地重大项目集中开工 .....	9
表 5: 重大区域战略稳步推进, 区域协调发展不断加速 .....	10
表 6: 2018 年以来中央及各部委对于房地产问题的相关表态 .....	10
表 7: 2018 年以来全国各地主要的房地产调控政策梳理 .....	11
表 8: 下半年央行 7 次定调房地产市场 .....	12
表 9: 2019 年四季度以来多地放松限购政策不完全统计 .....	12
表 10: 各地陆续公布 2019-2020 年错峰生产计划 .....	18
表 11: 水泥行业上市公司历史分红率及过去三年平均值 (%) .....	20
表 12: 2019 年下半年央行多次下调 LPR、MLF、OMO 利率 .....	20
表 13: A 股纳入三大国际指数进程 .....	21
表 14: 建材行业龙头企业海螺水泥并不具备溢价优势 .....	23
表 15: 2020 年有望新建、复产、冷修的生产线统计 .....	25
表 16: 河北邢台沙河地区因环保问题限产 .....	27
表 17: 《平板玻璃 GB11614-2009》规定的平板玻璃厚度偏差和厚薄差 .....	27
表 18: 玻璃“去非标”行动取得突破性进展 .....	27
表 19: 政策支持玻璃工业结构升级 .....	29
表 20: 中国巨石拟建项目情况 .....	31
表 21: 2018 年部分其他建材行业规模以上企业主营业务收入和企业数量 .....	31
表 22: 中国工程涂料品牌 TOP5 销售额及市占率 .....	33
表 23: 2019 年以来部分地区环保不达标的落后建筑陶瓷产能相继退出 .....	37

序:

佛曰: 浮生如茶, 破执如莲, 戒急用忍, 方能行稳致远

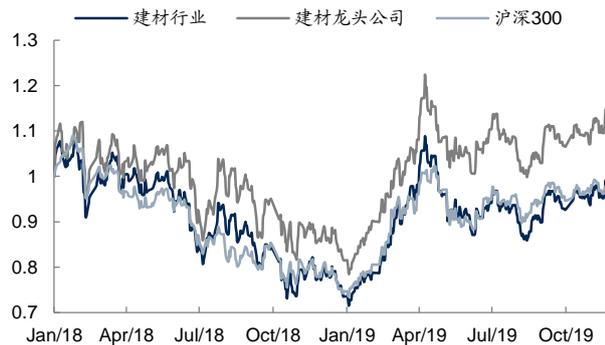
## 从 18 年 4 季度的远山初见疑无路, 到 19 年的曲径徐行渐有村

2018 年四季度, 市场情绪极度悲观, 我们撰写年度策略《远山初见疑无路, 曲径徐行渐有村》强调: 政策思路明确转向, 政策底已显现, 需求环境危中有机, 未来宏观需求或许没想象的那么差。回顾 2019 年, 基建底部企稳, 地产韧性十足, A 股市场建材板块整体表现基本符合我们的判断:

### 年初至今强于大盘, 在各行业中涨幅靠前

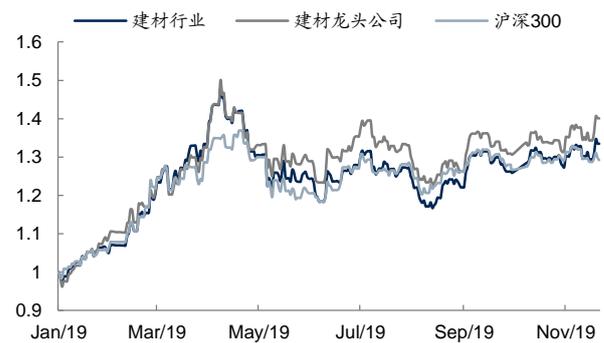
从我们关注的 90 家建材公司样本来看, 截至 11 月 21 日, 今年建材板块上涨 33.48%, 较沪深 300 指数高 4.28 个百分点, 其中建材龙头企业上涨 40.09%, 跑赢沪深 300 指数 10.90 个百分点。根据申万一级行业划分, 建筑材料板块年初至今上涨 29.19%, 跑赢沪深 300 指数 1.23 个百分点, 在 28 个行业中排名第 8 位, 涨幅居于全行业中靠前水平。

图 1: 2018 年至今建材行业龙头公司跑出相对收益



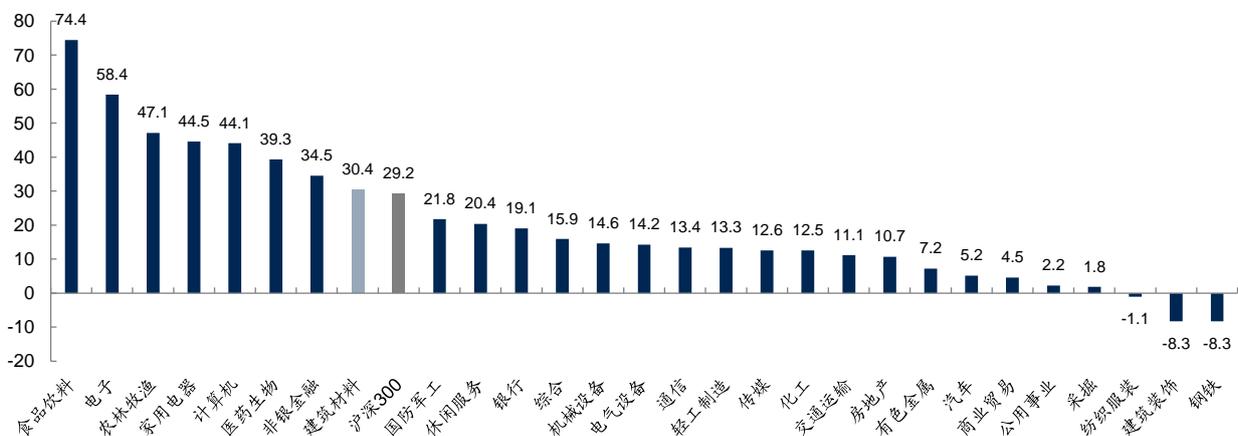
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 2019 年至今建材行业龙头公司跑出相对收益



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 申万一级行业 2019 年年初至今涨跌幅排名 (%)

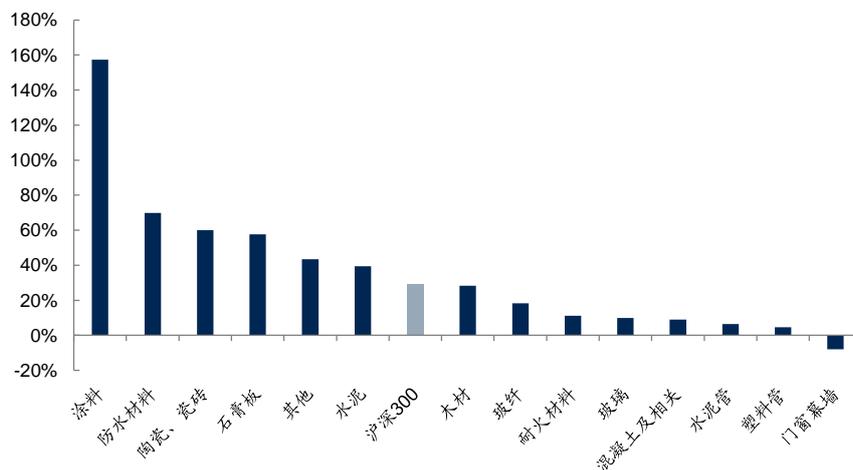


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (截止 2019 年 11 月 21 日)

### 细分板块中涂料、防水材料、陶瓷瓷砖、石膏板、水泥表现相对突出

从细分板块来看，因受益于基建托底及地产竣工预期改善，涂料、防水材料、陶瓷瓷砖、石膏板、水泥表现相对突出，年初至今涨幅分别为 157.30%、69.83%、59.95%、57.63%、39.49%，跑赢沪深 300 指数 128.11 个百分点、40.64 个百分点、30.76 个百分点、28.44 个百分点、10.30 个百分点。

图 4：建材细分子板块年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（截至 2019 年 6 月 17 日）

从个股表现来看，年初以来，涂料、五金、防水、水泥等板块的优质标的涨幅居前（三棵树 +222.16%；坚朗五金 +199.50%；上峰水泥 +97.92%；东方雨虹 +90.11%），主要受益于房地产投资、施工超预期的韧性，以及竣工增速回升等因素。

表 1：年初至今涨跌幅排名前 10 的建材标的

证券代码	涨幅前十	涨跌幅（%）	2019/1/1 市值（亿）	2019/11/21 市值（亿）	证券代码	跌幅前十	涨跌幅（%）	2019/1/1 市值（亿）	2019/11/21 市值（亿）
002201.SZ	九鼎新材	275.36	21.05	78.99	002596.SZ	海南瑞泽	-13.08	64.13	59.83
603737.SH	三棵树	222.16	48.41	154.40	300344.SZ	太空智造	-13.97	24.81	21.33
601865.SH	福莱特	209.70	新股	173.16	002623.SZ	亚玛顿	-15.14	24.51	20.80
002791.SZ	坚朗五金	199.50	31.70	94.31	300117.SZ	嘉寓股份	-15.89	29.82	25.01
603226.SH	菲林格尔	151.02	18.70	46.34	002333.SZ	*ST 罗普	-17.49	29.45	23.27
002205.SZ	国统股份	111.28	13.59	28.71	600678.SH	四川金顶	-18.36	19.58	15.98
300285.SZ	国瓷材料	108.28	107.06	222.05	603856.SH	东宏股份	-20.29	32.28	25.28
000672.SZ	上峰水泥	97.92	68.67	131.48	600293.SH	三峡新材	-20.72	45.44	36.03
300093.SZ	金刚玻璃	90.83	13.20	25.19	002742.SZ	三圣股份	-30.21	35.60	24.45
002271.SZ	东方雨虹	90.11	193.22	361.83	603616.SH	韩建河山	-30.84	33.88	23.41

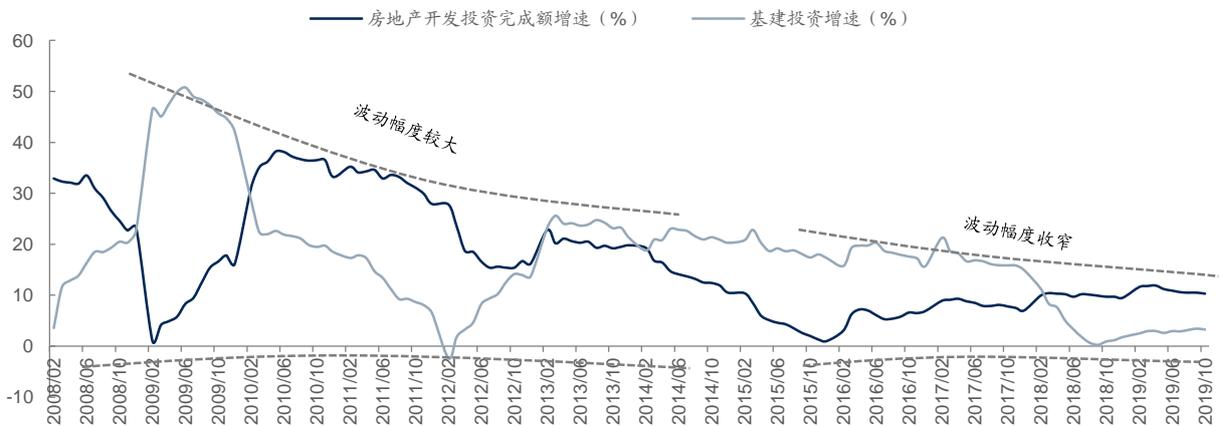
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（截至 2019 年 11 月 21 日）

综上所述，2019 年的建材板块表现不俗，但细分板块间的分化较为显著，其中地产产业链相关子板块表现较好，而偏周期属性的子板块受市场对宏观经济下行的担忧的预期钳制，表现与前者相比，相对较弱。展望 2020，我们对于非金属建材板块的运行和投资判断为：行稳致远，进而有为。下文我们将重点展开分析。

## 宏观需求——心静则稳

回顾过去 10 年，为对抗经济增速的下行，宏观政策往往采用强刺激的手段，使得建材行业面对的需求增速曲线呈现“波幅大、趋势显著”的特点。2016 年之后，市场逐步达成“经济增速长周期下行、增长结构将发生转变”的共识，并逐步放弃了对“通过地产或流动性大水漫灌以刺激经济重回高增长”的期待。在经历宏观经济政策的预调微调，货币政策的精准滴灌，供给侧改革以及去杠杆、环保、税改等制度性建设之后，我们最终得到了一个“经济增长虽长周期下行但在短周期内运行偏稳”以及“各行业竞争更加规范，行业内和行业间的结构化调整悄然展开”的宏观环境。让我们静下心来以平常心看待，认真审视目前贯穿着“稳”和“规范”的宏观经济环境，机会就隐藏在经济运行的自然规律和结构化调整中。

图 5：房地产开发投资增速和基建投资增速波动幅度收窄趋稳



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 基建：“稳投资”政策持续发力，基建投资增速趋稳，增势有望延续

2018 年 7 月以来，随着逆周期调节政策逐步释放，基建“补短板”效应逐步显现，基建增速触底回升，但受资金来源收窄影响，整体增速相对平缓，延续温和反弹趋势。1-10 月广义基建投资实现 14.67 万亿，同比增长 3.3%，增速较 1-9 月回落 0.1 个百分点；狭义基建投资（不含电力）实现 12.22 万亿，同比增长 4.2%，增速较 1-9 月回落 0.3 个百分点，增速略有回落。

下半年以来，围绕基建补短板的“稳投资”政策持续加码，继前期允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，加快地方政府专项债发行使用节奏，提前下达明年专项债部分新增额度并扩大使用范围等，11 月 13 日国常会决定降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%，基础设施等项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过 50% 比例的资本金，进一步缓解资本金的约束，有望助推基建投资回暖。此外，随着 PPP 清库结束，PPP 项目落地有望逐步加快，进一步对基建投资形成支撑。

从近期项目审批和建设情况来看，部分地区追加了年内重点建设项目数量及投资额，各地重大项目集中开工，发改委审批核准项目总投资额也呈现大幅增加。预计随着各项相关政策和项目的落地推进，专项债及 PPP 提供增量资金，基建资金来源有望加速改善，基建投资增速有望稳步回升，托底经济稳增长。

表 2: 围绕基建补短板的“稳投资”政策持续加码

时间	会议文件	主要内容要点
2019年6月10日	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资
2019年9月4日	国务院常务会议	部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需，其中：1) 今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量；2) 根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区
2019年11月13日	国务院常务会议	降低部分基础设施项目最低资本金比例，其中：1) 将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点；2) 基础设施等项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过50%比例的资本金

资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

图 6: 2019 年以来基建投资增速平稳回升



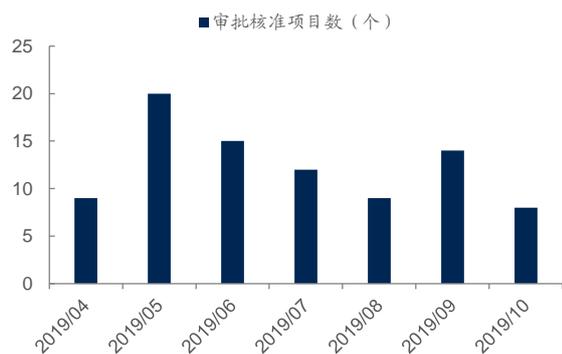
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: PPP 项目落地有望逐步加快



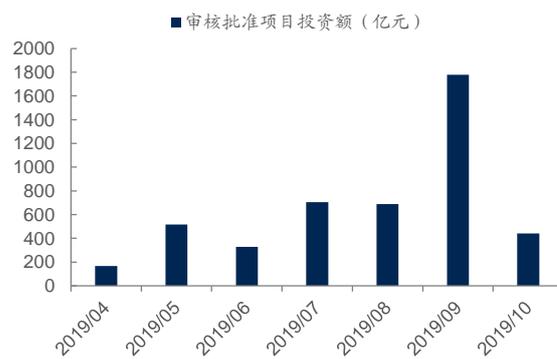
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 近期发改委审批核准项目数



资料来源：国家发改委、国信证券经济研究所整理

图 9: 近期发改委审批核准项目投资额



资料来源：国家发改委、国信证券经济研究所整理

**表 3：部分省份追加年内重点建设项目数量及投资额**

时间	地区	文件	主要内容要点
2019年10月21日	江西省	《全省重大项目建设百日攻坚行动方案》	1) 进一步加大项目前期工作力度, 尽快落实建设条件, 再推动一批重大项目开工建设, 确保明年春节前新开工项目达 500 个以上; 2) 对明年春节前计划建成投产的重大项目, 要落实责任, 倒排工期, 在确保工程质量和施工安全的前提下, 力争明年春节前建成投产项目达 800 个以上; 3) 继续抓好在建项目实施进度, 形成更多实物工作量, 力争省大中型项目完成投资在年度计划 6455 亿元的基础上增加 500 亿元左右, 达到 7000 亿元
2019年11月7日	浙江省	《2019年省重点建设项目增补和退出名单》	增补列入省重点建设项目 74 个, 总投资 3029 亿元; 退出省重点建设项目 11 个, 总投资 133 亿元

资料来源: 各省人民政府、国信证券经济研究所整理

**表 4：2019 年四季度以来各地重大项目集中开工**

时间	地区	事件	开工项目数	总投资 (亿元)
2019年10月18日	江苏淮安	2019年第二次重大产业项目集中开工	102	619.31
2019年10月22日	江西吉安	吉安市重大工业项目第三次集中开工竣工	76	345.7
2019年10月28日	安徽	安徽省贯彻落实“六稳”重大项目 10 月份集中开工动员会	195	1050.3
2019年11月2日	江西抚州	2019年全市重大项目百日攻坚集中开工	145	670.42
2019年11月7日	贵州	贵州省 2019 年第四季度重大工程项目暨基础设施“六网会战”项目举行集中开工仪式	333	2078.45
2019年11月11日	云南安宁	安宁市融创雁来湖小镇暨四季度重点项目集中开工	22	190.29
2019年11月12日	四川广元	2019年第四季度一批次重大项目集中开工	102	189
2019年11月14日	四川	四川省重大招商引资项目集中开工	382	5066.67
2019年11月15日	河南洛阳	洛阳市第四季度重大项目集中开工	71	133
2019年11月18日	河北唐山	唐山市第四季度重点项目集中开工	117	1064.7
2019年11月20日	山西运城	运城第三批城建重点项目开工奠基仪式	11	106
2019年11月26日	四川绵阳	绵阳市交通重大项目集中开工	18	190+

资料来源: 各省市市政府、国信证券经济研究所整理

### 基建：区域发展布局不断加速，重视城市群发展带来的机会

继党的十九大报告首次把区域协调发展上升为国家战略，强调要建立更加有效的区域协调发展新机制，2018 年 11 月印发的《关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》就今后一段时期区域协调发展路线进行了全面部署，加快形成区域协调发展新机制。2019 年以来，随着《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式印发、《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》经政治局会议审议并正式印发等，京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化等一系列重大区域战略稳步推进，区域协调发展不断加速。

同时，近年来我国城市群建设取得明显进展，京津冀、珠三角、长三角等城市群所在地区发展已上升为国家战略。2019 年 2 月，发改委印发《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》提出以促进中心城市与周边城市同城化发展为方向，培育发展一批现代化都市圈，要求以同城化为方向建设 1 小时通勤圈，这是我国第一份以“都市圈”为主题的中央文件；2019 年 4 月进一步印发的《2019 年新型城镇化建设重点任务》明确要求深入推进城市群发展，并点名了包括京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝城市群等在内的 13 大城市群，其中首次单独强调成渝城市群，表示要“扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极”；2019 年 7 月，中央政治局会议首提“提升城市群功能”，城市群都市圈建设有望明显加快，城市群的集聚和带动效应将持续增强。

我们认为 2020 年区域发展的联动性有望进一步增强，目前京津冀、长三角、粤港澳均已上升为国家战略，其中雄安新区和北京城市副中心已进入实质性建设阶段，大湾区建设有序铺开，区域基建仍将是焦点和亮点，成渝城市群有望接力成为带动区域投资的新的极。

表 5: 重大区域战略稳步推进, 区域协调发展不断加速

时间	事件
2019 年 1 月 2 日	国务院批复《河北雄安新区总体规划(2018—2035 年)》
2019 年 1 月 3 日	国务院批复《北京城市副中心控制性详细规划(街区层面)(2016 年-2035 年)》
2019 年 2 月 18 日	中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》
2019 年 5 月 13 日	中央政治局会议审议《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
2019 年 6 月 1 日	《河北雄安新区启动区控制性详细规划》与《河北雄安新区起步区控制性规划》对外公示, 征求意见建议
2019 年 12 月 1 日	中共中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》

资料来源: 中国政府网、国信证券经济研究所整理

图 10: 重视城市群发展带来的机会



资料来源: 国信证券经济研究所整理

**地产: 调控坚决程度史上之最, 销售调整周期长度已超前两轮小周期**

2018 年以来, 在“房住不炒”的政策取向下, 高层频繁表态楼市调控不放松, 房地产调控政策持续再收紧, 尤其 2018 年 7 月政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”, 措辞之严厉历史之最, 显示中央对于房地产调控的态度坚决。在中央坚决的房地产调控态度之下, 地方政府的配套政策也秘籍响应, 据不完全统计, **2018 年全年全国范围房地产各种调控政策超 400 次, 刷新历史纪录成为房地产调控政策最密集的年份。**在政策端的持续强压之下, 本轮房地产销售端调整周期长度已超越前两轮小周期。

表 6: 2018 年以来中央及各部委对于房地产问题的相关表态

时间	部门及会议	主要表态及内容
2018 年 1 月 26 日	银监会	努力抑制居民杠杆率, 重点是控制居民杠杆率的过快增长, <b>严控个人贷款违规流入股市和房市</b>
2018 年 2 月 8 日	央行	加强金融风险研判及重点领域风险防控, 完善金融风险监测、评估、预警和处置体系, 进一步完善宏观审慎政策框架, <b>加强影子银行、房地产金融等的宏观审慎管理</b>
2018 年 3 月 19 日	住建部	加快住房制度改革和房地产长效机制建设, 保持房地产市场平稳健康发展: 1) <b>坚持调控目标不动摇, 力度不放松, 保持政策的连续性、稳定性, 进一步夯实地方政府主体责任;</b> 2) 加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的制度; 3) 建立完善差异化的调控政策体系; 4) 建立完善房地产的统计和市场监测预警机制, 提高调控精准性; 5) 大力加强对房地产市场的监管, 特别是严厉打击企业和中介违法违规行为
2018 年 3 月 20 日	两会政府工作报告	继续因城施策、差别化调控, 培育住房租赁市场, 加快建立租购并举住房制度, <b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实地方主体责任, 继续实行差别化调控, 建立健全长效机制, 促进房地产市场平稳健康发展</b>
2018 年 4 月 23 日	政治局会议	<b>要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展, 及时跟进监督, 消除隐患</b>
2018 年 5 月 9 日	住建部	毫不动摇地坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位, 坚持房地产市场调控目标不动摇、力度不放松, 落实地方调控主体责任, 因城因地制宜, 精准施策, 确保房地产市场平稳健康发展
2018 年 5 月 19 日	住建部	约谈十二城, <b>再次强调坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松, 要求应认真落实稳房价、稳租金的调控目标。</b>

表 6: 2018 年以来中央及各部委对于房地产问题的相关表态

日期	发布机构	主要内容
2018 年 6 月 25 日	住建部等六部委	落实地方调控主体责任，因城因地制宜，精准施策，确保房地产市场平稳健康发展
2018 年 6 月 27 日	发改委	联合印发《关于在部分城市先行开展打击侵害群众利益违法违规行为 治理房地产市场乱象专项行动的通知》，决定于 2018 年 7 月初至 12 月底，在北京、上海等 30 个城市先行开展治理房地产市场乱象专项行动
2018 年 7 月 31 日	政治局会议	引导规范房地产企业境外发债资金投向，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺
2018 年 10 月 29 日	住建部	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制
2018 年 12 月 13 日	发改委	坚决落实习近平总书记“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位”，加大分类调控、精准施策力度，加快推进住房制度建设
2019 年 2 月 25 日	银保监会	按照中央关于房地产长效机制建设的精神，目前国家发改委企业债券只支持棚改、保障性住房、租赁住房等有限领域的项目，不支持商业地产项目
2019 年 3 月 9 日	银保监会	继续紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准
2019 年 3 月 12 日	住建部	房地产金融是仍防范风险的重点领域，加强对投机性房地产贷款的严格控制，防止通过影子银行渠道的进入房地产
2019 年 4 月 17 日	银保监会	住建部部长通过“部长通道”提出“五个坚持”，强调保持政策连续性稳定性，防止大起大落
2019 年 4 月	住建部	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 5 月	住建部	对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示，要求各地始终坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，围绕稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，夯实主体责任，保持政策的连续性和稳定性，防止出现大起大落
2019 年 5 月 17 日	银保监会	对新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁 4 个城市进行了预警提示
2019 年 6 月 13 日	银保监会	严查银行机构违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资，严控影子银行变相为房企融资
		银保监会主席郭树清：房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为；凡是过度依赖房地产的（城市、企业、个人等），最终都会面临问题并付出代价

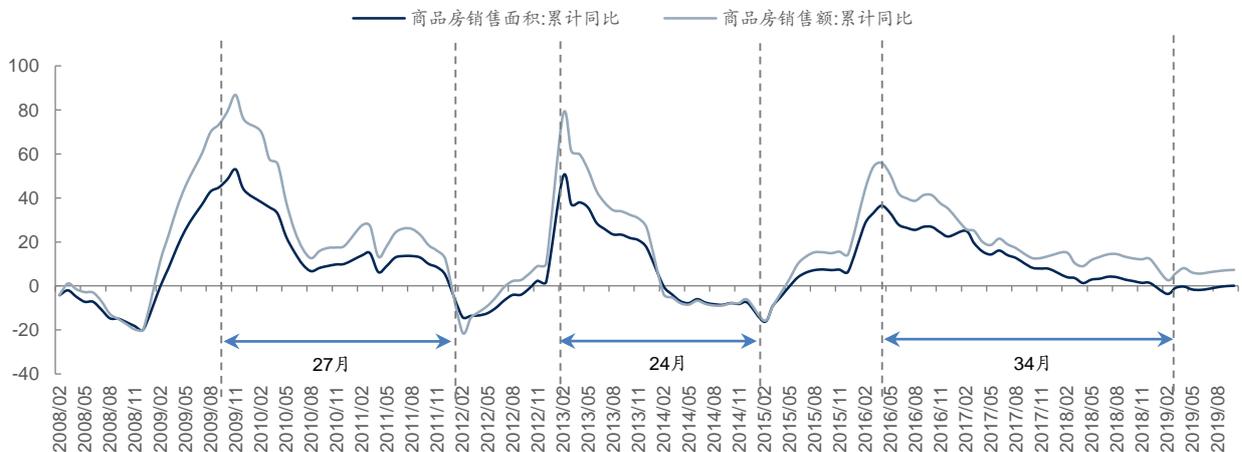
资料来源：各政府部门网站、国信证券经济研究所整理

表 7: 2018 年以来全国各地主要的房地产调控政策梳理

调控政策类型	主要城市及内容
限购、限售、限贷、限价	热点城市调控政策全面升级，部分三四线城市出台调控政策，上半年约有 11 个城市出台限购政策、23 个城市出台限售政策，海南从省级层面进行限购、限售
摇号出售	上海、深圳、南京、长沙、成都、杭州、西安、佛山等多个城市发布房源统一摇号的政策
暂停企业购房	西安、长沙、杭州等地暂停向企事业单位及其他机构销售住房（含商品房和二手房）
新房价格涨停板	福建宁德出台《关于进一步加强中心城区房地产市场精准调控的实施意见》，规定中心城区新建商品住房均价在 2018 年 1 月份水平基础上，每年涨幅控制在 6% 以内
人才政策升级	南京、广州、厦门、杭州等 50 多个城市相继出台降低落户门槛、住房保障、人才奖励、子女入学等吸引人才落户的政策
强化市场监管	湖北、福建、海南、辽宁、福州、江门、长春等出台措施强化住房价格监管；武汉、佛山和赣州加强对住房销售监管；济南市重点查处房地产开发领域非法集资行为；海南省、南京强化对新房网签备案管理
住房长效机制	长沙全力保障安居型商品住房用地；深圳“二次房改”新政，计划到 2035 年，筹集建设各类住房 170 万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房总量不少于 100 万套

资料来源：房天下、新浪地产、网易房产、国信证券经济研究所整理

图 11: 此轮房地产调控周期更长



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 地产：触发销售端小周期回暖的要素在不断积累，2020 年回暖脉冲可期

虽然中央关于房地产行业“房子是用来住的、不是用来炒”的定位以及“落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”的思路中长期不会发生根本性的改变，但降低经济增长对于房地产行业的依赖以及房地产投资增速放缓是一个长期的过程，并非一蹴而就，短期来看，根据区域经济发展的需要，防止宏观经济增速长周期放缓过程中出现阶段性的失速风险，叠加行业周期运行自身的发展规律，触发房地产销售端的小周期回暖的要素在不断积累：

**(1) 政策在“房住不炒”的主基调下，新增“因城施策”的预调微调：**根据不完全统计，今年下半年以来，央行先后 7 次定调房地产市场，包括银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会、央行 2019 年下半年工作电视会议、近期的《2019 年第三季度中国货币政策执行报告》、《中国金融稳定报告（2019）》以及央行行长易纲在《求是》上的撰文等，与此前相关文件不同的是，对于房地产行业政策调控的表态在**强调“房住不炒”的宏观政策整体大方向不变的情况下，政策制定开始考虑各地经济发展有别的现象，完善和推广“因城施策”差别化政策，除强调抑制投机性购房，还提出需保持房价稳定和防范金融风险。**

**表 8：下半年央行 7 次定调房地产市场**

时间	会议/发行物	房地产相关主要内容
7 月 29 日	银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	房地产行业占用信贷资源较多，合理控制房地产贷款投放
8 月 2 日	央行 2019 年下半年工作电视会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制， <b>按照‘因城施策’的基本原则，持续加强房地产市场资金管控</b>
8 月 9 日	《2019 年第二季度中国货币政策执行报告》	<b>按照“因城施策”的基本原则</b> ，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
8 月 20 日	降低实际利率水平有关政策吹风会	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段， <b>确保差别化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率基本稳定</b>
11 月 16 日	《2019 年第三季度中国货币政策执行报告》	<b>按照“因城施策”的基本原则</b> ，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
11 月 25 日	《中国金融稳定报告（2019）》	继续严格遵循“房子是用来住的，不是用来炒的”政策定位， <b>完善“因城施策”差别化住房信贷政策，抑制投机性购房</b>
12 月 1 日	《求是》	中国人民银行行长易纲撰文，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位， <b>按照因城施策原则，加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节</b>

资料来源：中国人民银行、证券日报、国信证券经济研究所整理

在宏观政策指引之下，**因城施策、小范围小幅度地调整调控政策成为现阶段房地产市场调控政策发展的主要趋势**，即对热点城市的政策总体从紧，而对存在房价下行风险的城市出台对应政策，以达到稳地价、稳房价、稳预期，防范金融风险的目的。2019 年下半年以来，各地方政府纷纷响应，相比全面放开，各城市采取差异化的购房政策，放松均略带一定的条件，在贯彻“房住不炒”、抑制投机需求的主思路上，实现对楼市的预调微调，稳定房价预期，控制下行风险。

**表 9：2019 年四季度以来多地放松限购政策不完全统计**

时间	城市	相关举措
10 月	江苏南京	非南京户籍名下无房者只要拥有大专以上学历或者中级职称、拥有南京市居住证或与在南京企业签订合同，即可在六合区开具购房证明并购房
10 月	天津	在天津滨海中关村科技园、宝坻中关村科技城，对户籍暂未迁入本市的职工，其家庭在天津无住房的，可在本市购买住房 1 套，不再提供在津社会保险或个人所得税证明
10 月	海南三亚	全日制大专以上学历（全日制）并在三亚工作，缴纳个税或社保，即可无需落户获得一套房的购房资格
11 月	广东广州	非本市户籍居民购房人资格查验过程中，个税和社保缴纳记录可作为相互补证资料
11 月	广东清远	已结清的个人住房贷款记录不再纳入家庭已购住房套数计算范围
11 月	广东深圳	取消“豪宅税”：小区容积率高于 1.0 的住宅、单套建筑面积在 144 平方米以下的均属普通住宅，满两年可免征增值税
11 月	上海临港新片区	新片区部分核心人才、特殊人才可直接落户，人员居转户年限缩减
11 月	粤港澳	豁免香港居民在大湾区内地城市购房的工作年限证明等限购条件，以及缴纳个人所得税及社保条件
11 月	广西柳州	二手房住房公积金贷款房龄超过 15 年不予贷款的规定取消
11 月	河北秦皇岛	将住房公积金二手房贷款房龄不超过 20 年调整为 25 年，且房龄与贷款年限之和不超过 45 年
12 月	四川成都	天府新区直管区招商引资企业(机构)员工、行政企事业单位员工、引进(推荐)人才三类人员，购买直管区范围内的住房不受户籍、社保缴纳时限的限制
12 月	河南郑州	公积金贷款额度从 60 万元调整至 80 万元，借款人单方符合公积金贷款条件或家庭二次申请公积金贷款的，最高贷款金额由 40 万元提高至 60 万元
12 月	广东佛山	认定为优粤佛山卡 A 卡、B 卡、C 卡、T 卡的人才，享受户籍人口购房政策；在本市工作、具有本科及以上学历或中级及以上职业资格的人才，首套购房不受户籍和个税、社保缴存限制

表 9: 2019 年四季度以来多地放松限购政策不完全统计

12 月	深汕合作区	启动合作区过渡期商品房销售工作, 家庭在合作区持有的商品住房、商务公寓总套数不得超过 2 套, 成年单身人士 (含离异) 在合作区持有的商品住房、商务公寓总套数只能 1 套
------	-------	--

资料来源: 各地住建局等、国信证券经济研究所整理

**(2) 利率下行为销售增速托底:** 房贷利率是影响购房人购房成本的核心要素之一, 从历史数据上看 (如下图所示), 全国商品房销售面积增速与平均房贷利率的高低呈现较强的负相关关系。自去年四季度以来, 首套平均房贷利率结束 2017 年下半年以来的上升趋势呈现震荡回落的走势, 自 2019 年中期之后, 首套房平均房贷利率已持续低于去年同期水平。此外, 今年以来央行不断探索并完善利率形成机制, 推出 LPR 的利率报价机制, 8 月央行公告将个人住房贷款定价基准与 LPR 挂钩, 11 月 20 日, 央行首次下调 5 年期 LPR 报价 5bp 至 4.8%, 此次调整将对房贷利率下行有一定的带动作用, 预计将对销售增速有一定的托底作用。

图 12: 首套平均房贷利率与商品房销售面积增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 全国首套房贷平均利率同比

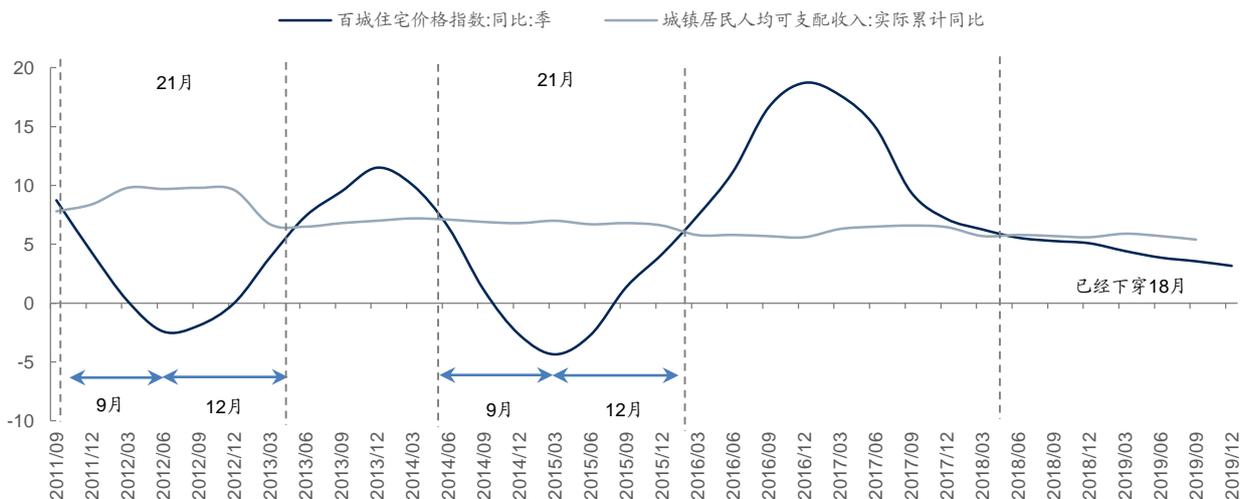


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**(3) 房价同比涨幅已持续低于人均可支配收入增长 18 个月余, 刚需购买力在积累:** 我们认为, 居民对于商品房的购买力由两个部分构成, 其一为可支配收入积累后形成的基础购买力, 其二为在基础购买力之上, 通过银行信贷对基础购买力的放大, 上文关于探讨的房贷利率可以认为是基础购买力的放大成本, 而此段文字我们将对基础购买力进行讨论。

我们通过对近 10 年百城住宅房价同比指数和城镇居民可支配收入实际累计同比增速进行比较发现, 在过去两轮周期中, 百城住宅房价同比指数在下穿城镇居民可支配收入实际累计同比增速 9 个月之后, 出现反转迹象, 在下穿后 21 个月, 房价同比指数会回到可支配收入实际累计同比增速之上 (两轮周期均历时 21 个月或许有政策调控周期时点带来的巧合因素, 但购买力的波动规律依旧值得参考)。在次轮房地产周期中, 百城住宅房价同比指数下穿城镇居民可支配收入实际累计同比增速已达 18 个月之久, 虽然房价的下行强度不如前两轮周期, 但只要可支配收入实际累计同比增速高于房价同比指数即证明居民对房地产的基础购买力在累积, 随着时间的推移, 预计刚需对商品房销售增速的支撑作用会逐步显现。

图 14: 城镇居民人均可支配收入实际增速已高于百城住宅价格指数同比增速 18 个月



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

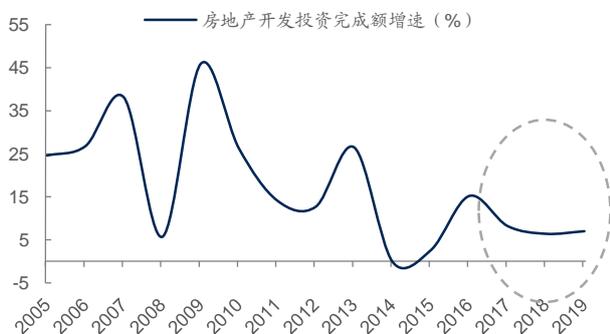
**地产: 投资韧性仍存, 预计前端预期不差, 后端需求有支撑**

2018 年以来, 在严厉的政策打压之下, 房地产行业运行数据的“韧性”超市场预期, 我们预计 2020 年, 房地产行业运行韧性依旧, 主要表现在以下几个方面:

**资金面有小幅改善, 竣工需求有支撑**

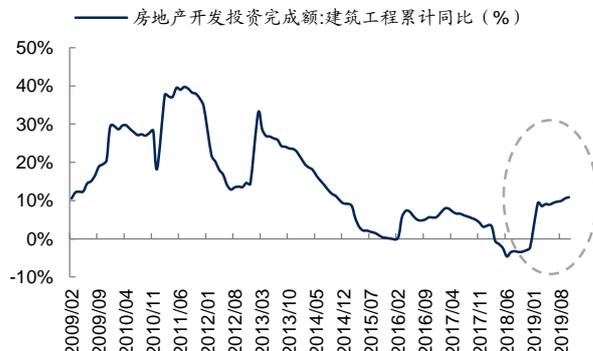
2017 年以来, 因地产商拿地较多、整体库存较低以及资金面紧张等因素, 导致新开工面积快速增长, 但竣工面积的持续下行, 大量在建工程积累。2019 年以来, 资金面有小幅改善, 截止 11 月, 房地产开发投资资金来源累计实现同比增速 7.0%, 较 2018 年的 6.4% 提升约 0.6 个百分点。资金面的改善使得前期开工高峰逐步向施工和竣工交付转化, 房屋施工面积增速前 10 月实现 9%, 环比提高 0.3 个百分点, 较去年同期提升 4.7 个百分点; 房屋竣工面积降幅在 6 月份达到低点后快速收窄, 1-10 月实现增速 -5.5%, 环比前三季度继续收窄 3.1 个百分点。上述变化从房地产投资端中建筑工程的细分项中也可以得到一定印证, 今年前 10 月建筑工程投资增速达到 10.87%, 较去年同期回升 14.24 个百分点。随着前期开工项目向施工和竣工的传导, 预计 2020 年房地产施工端和竣工端需求有一定的支撑。

图 15: 2019 年房地产开发资金增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: 房地产开发投资完成额中建筑工程同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: 房屋新开工面积增速和房屋竣工面积增速



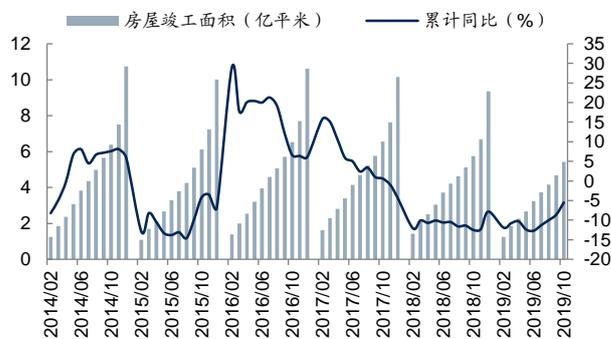
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 房屋施工面积及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: 房屋竣工面积及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**开工端或有承压, 但若销售端回暖, 开工需求预期不会太差**

在调控高压、资金面趋紧、销售增速持续回落等因素的影响下, 2018 年的土地市场持续降温, 全国 300 城土地供应面积增速和成交面积增速分别从 1 月份的 47% 和 54% 持续回落, 2018 年 4 季度后增速进一步快速下行, 2019 年以来土地供应和成交均呈现负增长态势, 并于 2019 年 3-4 月份触及低位水平, 供应和成交增速分别达到 -13% 和 -14%, 土地市场的降温引发市场对房地产新开工面积下行的担忧。

图 20: 房地产土地市场 2018 年年持续降温



资料来源: 房天下、国信证券经济研究所整理

从历史数据波动规律来看，房地产销售同比增速与新开工同比增速有一定的正相关关系。2019年下半年开始，房地产销售面积累计同步增速已初现企稳回升迹象，土地市场同比降幅也逐步收敛。如前文分析所述，若2020年房地产销售端呈现小周期回暖的走势，预计新开工端累计同比增速即使承压，预计未来开工需求预期亦不会太差。

图 21: 商品房销售面积增速与房屋新开工面积增速有较强相关关系



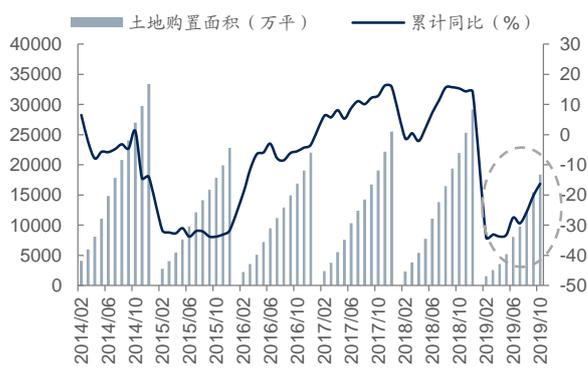
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 商品房销售面积及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 本年土地购置面积及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

综上所述，我们认为 2020 年，基建需求稳中有升，且呈现一定的区域结构化特征；地产投资进退有据，韧性犹存，销售端存在小周期回暖的可能性，前端新开工预期预计不会太差，中后段施工与竣工有望进一步回暖。在上述对需求运行趋势判断的基础上，我们下文将结合建材各子板块行业特点，对其运行和投资进行分析 and 判断。

## 水泥——稳中有进

### 19 年行业维持高景气，“新均衡”的判断持续验证

我们在《2018 年投资策略：新均衡、新思路》中，首次提出“新均衡”理论，并系统地阐述了在行业快速扩张周期过去后，在当前需求增速放缓、供给受到严控的环境下，行业供需轧差逐步收敛并有望持续保持微幅震荡，形成“新均衡”的格局。在过去的两年中，“新均衡”理论得到持续验证，水泥行业的“稳定性”持续加强，行业盈利在历史高位得以维持。

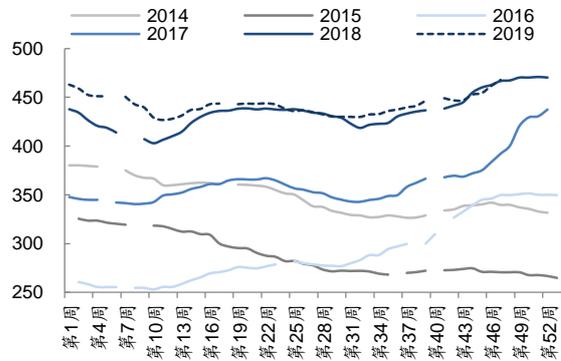
**2019 年水泥行业的高景气延续**，截至 11 月 22 日，全国高标水泥平均价为 465 元/吨，较去年同期历史高位水平提高 2.12%，全年高标水泥价格中枢约 435 元/吨，较去年全年提高约 7 元，实现历史最高水平，水泥企业盈利能力和经营活动净现金流亦达到历史高位水平。

图 24：全国高标水泥均价高位上涨（元/吨）



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 25：全国水泥均价处于历史高位



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 26：2019 年水泥煤炭价格差中枢继续抬升至历史高位



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 27：水泥企业经营活动现金流持续改善



资料来源：数字水泥网、WIND、国信证券经济研究所整理

### 20 年需求有支撑，供给控制仍将继续，“稳”依旧是行业运行主基调

#### 2020 年水泥行业需求有支撑，供给冲击有限，供求关系有望实现需求正轧差

如前文分析，随着基建补短板政策的不断积累，预计 2020 年基建需求稳中有升，且呈现一定的区域结构化特征；而房地产层面，预计投资进退有据，韧性犹存，因此我们预计水泥需求端仍有小幅增长，增速上余 2019 年相比，不给进一步放大的假设。在供给侧，根据我们跟踪情况，预计 2020 年全年新增熟料产能在 2500 万吨左右，约占现有行业总产能的 1%，供给冲击有限。综合来看，明年行业供求轧差依旧保持能微幅需求正缺口的状态，为价格运行的稳定

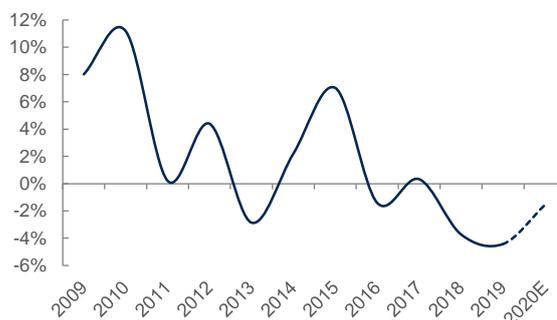
奠定基础。

图 28: 近 10 年水泥行业供求增速变动



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 29: 水泥熟料供需增速差逐步收敛 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

**错峰日益常态化, 环保、停限产频繁, 供给边际调节为行业稳定运行保驾护航**

随着冬季采暖季的到来, 水泥行业进入错峰生产的第五个年头, 各省纷纷发布今年错峰生产的时间安排, 近期山东、陕西、湖南、广东、广西、内蒙古、辽宁、黑龙江、青海、陕西、甘肃、宁夏、新疆等多省自治区相继公布 2020 年错峰停产计划, 错峰生产日益常态化, 在行业进入需求淡季的环境下, 有助于稳定行业运行, 稳定价格的运行区间。

表 10: 各地陆续公布 2019-2020 年错峰生产计划

省份	城市/地区	停窑安排	停窑时间
山西	长治市、临汾市	2019 年 10 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日	182 天
内蒙古		2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日	121 天
辽宁		2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日	
黑龙江		2019 年 10 月 20 日至 2020 年 4 月 20 日	183 天
山东		2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日	121 天
湖南	全省	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日	40 天
	重点区域长林潭及岳阳、常德、益阳和衡阳市	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日	45 天
广东		1 至 4 月停 20 天/窑, 6 至 8 月停 20 天/窑	40 天
广西		1 至 4 月停 20 天/窑, 6 至 8 月停 20 天/窑	40 天
陕西		2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日	121 天
甘肃		2019 年 10 月 20 日至 2020 年 3 月 31 日	163 天
青海		2019 年 11 月 15 日至 2020 年 9 月 9 日	平均 152 天
宁夏		2019 年 12 月 1 日至 2020 年 3 月 10 日	100 天
新疆	和田	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 1 日	60 天
	喀什、克州	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 1 日	60 天
	阿克苏、巴州	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 1 日	122 天
	其他地州市	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 7 月 1 日	151 天

资料来源: 水泥内参、水泥地理、国信证券经济研究所整理

此外, 环保严控也是水泥行业供给边际调节的重要手段之一。2019 年以来, 环保限产政策愈加频繁, 全国各地因为大气污染等原因造成的环保问题屡次发生, 多地多次启动重污染天气应急响应, 下半年以来《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》《汾渭平原 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》等相继发布, 进一步明确各区域秋冬季大气污染综合治理的各项工作, 以期达到空气质量持续改善的总要求。2020 年将是打赢蓝天保卫战三年行动计划的收官之年, 因此预计 2020 年环保仍将持续保持严控状态。

综合分析，2020 年水泥行业需求端有支撑，供给冲击有限，供求轧差有望继续保持需求微幅正缺口的状态，叠加错峰生产常态化以及环保、停产等供给边际调节，预计 2020 年行业价格运行将继续保持高位区间震荡运行，“稳”依旧是水泥行业运行的主基调。

### 多年偏“稳”的行业运行，使得龙头企业现金分红潜力大幅提升

水泥行业多年的高景气运行，使得企业经营性现金流持续增加，叠加供给严控的背景，多数企业资本开支趋于保守，有息负债率大幅下降，企业分红意愿明显提升，现金分红潜力大幅提升，若未来偏“稳”的行业运行趋势延续，预计相关龙头企业高股息的状态有望保持。

2018 年水泥行业分红规模达 146 亿元，同比增长约 67%，平均分红率约 30%，其中水泥龙头企业龙头公司分红规模达 126 亿元，同比增长 73%，分红率达 32%。整体分红金额达到历史最高规模，分红率处于过去十年的高位水平。在“新均衡”格局得到印证和有望延续的背景下，未来企业周期性有望减弱，盈利波动性有望减小并维持高位水平。对于优质龙头企业，其本身具有更优秀的成本把控能力和管理水平，依托规模优势、产品优势以及议价能力等，相对竞争优势明显，经营过程中所获得的净现金流回笼有望高于行业均值，未来分红率有望进一步提升并具有一定持续性，股息率有望维持高位水平甚至进一步提升。

图 30: 水泥企业平均带息债务率快速下行



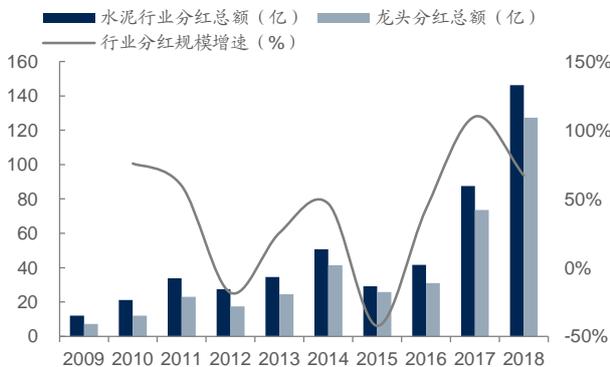
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 31: 水泥企业平均资产负债率持续下行



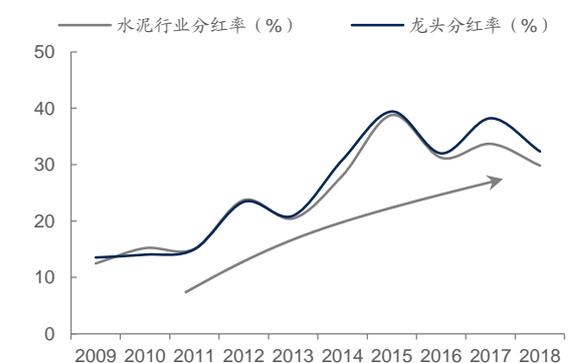
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 32: 水泥行业分红规模增长显著



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 33: 水泥行业及龙头企业分红率水平处于高位



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 11: 水泥行业上市公司历史分红率及过去三年平均值 (%)**

证券代码	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	三年平均
002233.SZ	塔牌集团	41.19	42.27	41.36	49.61	58.79	49.92
000789.SZ	万年青	22.31	24.67	53.51	46.40	43.13	47.68
000546.SZ	金圆股份	0.00	0.00	97.42	10.18	9.54	39.05
600585.SH	海螺水泥	31.33	30.32	31.06	40.11	30.04	33.74
600449.SH	宁夏建材	31.70	48.07	33.18	31.19	33.50	32.62
600720.SH	祁连山	30.39	30.32	30.29	31.07	35.09	32.15
000877.SZ	天山股份	30.33	0.00	31.75	31.67	32.11	31.84
600801.SH	华新水泥	20.83	72.87	33.14	20.18	33.24	28.85
000935.SZ	四川双马	115.63	0.00	0.00	65.60	0.00	21.87
600668.SH	尖峰集团	30.39	30.83	30.16	9.87	17.54	19.19
600326.SH	西藏天路	42.95	22.76	21.04	20.96	15.40	19.13
601992.SH	金隅集团	9.87	7.94	18.28	18.07	18.01	18.12
000672.SZ	上峰水泥	35.14	39.90	16.81	10.28	21.59	16.23
000401.SZ	冀东水泥	194.13	0.00	0.00	0.00	36.34	12.11
600802.SH	福建水泥	30.04	0.00	30.41	0.00	3.73	11.38
600881.SH	亚泰集团	0.00	0.00	0.00	20.26	0.00	6.75
600425.SH	青松建化	856.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 利率长周期下行, 高股息的比价优势将逐步显现

2019 年以来, 面对复杂严峻的经济形势, 央行在今年多次强调实施稳健的货币政策, 加强逆周期调节, 加强结构调整, 更多地运用结构性、定向的货币政策工具, 应对经济下行压力。

今年以来, 除采取“全面降准+定向降准”组合拳以外, 央行在 8 月 17 日公告决定改革完善贷款市场报价利率 (LPR) 形成机制, 并于 8 月 20 日正式施行。此举意在深化利率市场改革, 促进贷款利率两轨合一轨, 提高利率传导效率, 推动降低实体经济融资成本的长周期下行。在引入 LPR 后, 央行还不断通过小幅下调 MLF 和 OMO 等利率, 对市场利率进行引导, 利率长周期下行的趋势预计已悄然开启。

**表 12: 2019 年下半年央行多次下调 LPR、MLF、OMO 利率**

时间	操作	报价	幅度
2019 年 8 月 20 日	LPR	一年期: 4.25%	一年期降低 6bp
		五年期: 4.85% (首次)	
2019 年 9 月 20 日	LPR	一年期: 4.2%	一年期降低 5bp
		五年期: 4.85%	
2019 年 11 月 5 日	MLF	一年期: 3.25%	降低 5bp
2019 年 11 月 18 日	OMO 公开市场操作	七天: 2.5%	降低 5bp
2019 年 11 月 20 日	LPR	一年期: 4.15%	降低 5bp
		五年期: 4.8%	

资料来源: 中国人民银行、国信证券经济研究所整理

在利率长周期下行的背景下, 高股息的投资比价优势将逐步显现。根据我们对水泥行业上市公司股息率测算, **2019 年平均股息率约 3.7%, 已经明显高于 10 年期国债收益水平**, 若未来行业继续保持“稳定运行”, 企业现金分红进一步提升, 叠加利率下行的背景, 收益剪刀差将有望进一步扩大, **配置优势更加明显**。

图 34: SHIBOR: 3M 已下行至较低水平



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 中债 10 年期国债到期收益率下行至低位水平



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 36: 水泥行业平均股息率目前已高于 10 年期国债收益率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

资本市场逐步开放, 高股息率亦对海外资本有较大吸引力

随着中国资本市场对外开放的步伐加快和国际化进程提速, A 股将吸引更多外资及金融机构进入中国市场。自 2013 年 6 月 MSCI 启动 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数全球征询后, 2017 年终于得到认可, 成功迈出国际化的重要一步, 2018 年 6 月 1 日 A 股首次正式纳入 MSCI 新兴市场指数, 纳入比例为 2.5%, 9 月纳入比例提高至 5%; 2019 年, MSCI 指数分别在 5 月、8 月和 11 月对 A 股纳入比例三度扩容, 目前纳入比例为 20%。除 MSCI 指数外, 今年 6 月 21 日盘后, A 股正式纳入富时罗素全球指数, 9 月 8 日, 标普新兴市场全球基准指数正式纳入 1099 只 A 股。2020 年后, 目前已确定的有 A 股纳入富时罗素指数第一阶段的第三步待落实, 届时 A 股纳入因子将达到 25%。至此, 三大国际指数全部纳入 A 股。

表 13: A 股纳入三大国际指数进程

时间	进程
2017 年 5 月	就 A 股是否纳入 MSCI 征询意见
2017 年 6 月	宣布将 A 股大盘股分两步纳入 MSCI 新兴市场指数
2018 年 6 月	A 股纳入 MSCI 生效, 纳入比例 2.5%
2018 年 9 月	A 股纳入 MSCI 比例提升至 5%生效, 并就未来提高 A 股纳入比例征询意见 富时罗素公司宣布将 A 股纳入富时罗素全球股票系列指数
2019 年 2 月	MSCI 宣布未来分三步提升 A 股的纳入比例

表 13: A 股纳入三大国际指数进程

2019 年 5 月	A 股大盘股纳入 MSCI 比例提升至 10%生效, 创业板大盘股首日纳入比例为 10%
2019 年 6 月	A 股正式纳入富时罗素指数, 纳入因子为 5%
2019 年 8 月	A 股大盘股 (含创业板大盘股) 纳入 MSCI 比例提升至 15%生效
2019 年 9 月	标普新兴市场全球基准指数正式纳入 1099 只 A 股 富时罗素指数将 A 股纳入因子由 5%提升至 15%
2019 年 11 月	A 股大盘股 (含创业板大盘股) 纳入 MSCI 比例提升至 20%生效, 并将中盘股 (含创业板中盘股) 按 20%比例纳入

资料来源: MSCI、标普道琼斯、富时罗素、国信证券经济研究所整理

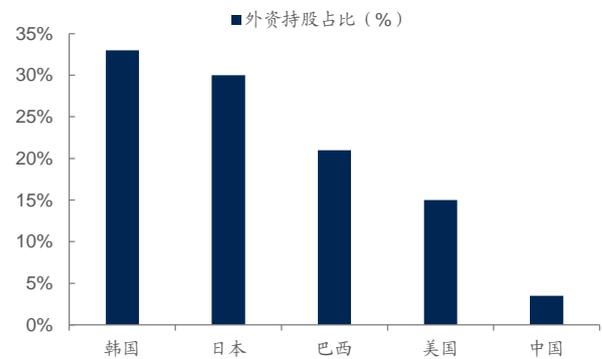
在资本市场的逐步开放下, 外资流入 A 股市场步伐加快, 未来存在较大空间。根据 WIND 数据统计, 截至今年 11 月底, 外资持股占流通 A 股的比例约 3.16%, 流入速度稳步提升。但与其他主要国家证券市场相比, 我国外资占比仍然较低, 不仅远低于日本和美国等发达国家, 还低于韩国和巴西等新兴市场国家, 未来还具有较大的提升空间。

图 37: 外资持股占流通 A 股比例持续上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

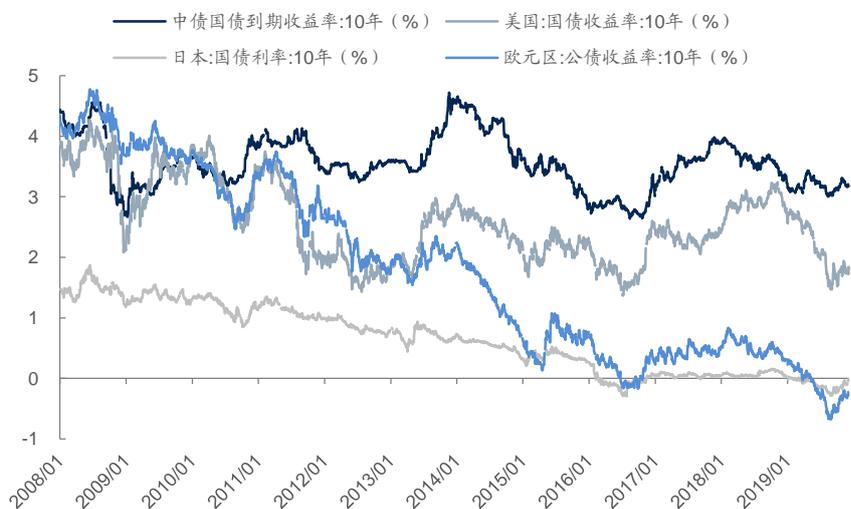
图 38: 2018 年末不同国家外资持股占比



资料来源: 《2018 年中国国际收支报告》、国信证券经济研究所整理

外资资金成本较低, 高股息企业对其有较强吸引力。对比主要国家和经济体的十年期国债收益率, 在全球经济放缓的大背景下, 日本和欧元区已经进入负利率区间, 美联储于今年结束加息周期, 并进行了三次降息, 目前我国十年期国债收益率仍然处于较高水平。在当前外资急速流入国内资本市场的背景下, 国际投资者具有更低的资金成本, A 股市场中持续稳定高分红的企业有望更加受到青睐, 具备稳定高分红潜力的企业的配置价值将进一步凸显。

图 39: 不同国家和经济体十年期国债收益率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 水泥板块的龙头溢价还未完全发掘，未来估值提升空间大

对比 A 股各行业龙头企业的估值溢价水平，水泥板块龙头企业估值溢价仍处低位，未来仍有提升空间。我们选取申万一级 28 个行业中各行业市值最大的企业作为对应龙头公司，其中一半行业的龙头企业较行业平均估值水平具有溢价优势。作为建材板块中的龙头企业海螺水泥，PE (TTM) 仅为 7.6x，显著低于建材行业的平均估值 11.6x，同时低于水泥板块的平均估值 17.0x，龙头溢价尚未完全发掘，估值水平仍有较大提升空间。

表 14：建材行业龙头企业海螺水泥并不具备溢价优势

序号	行业	PE(TTM)	对应龙头企业	PE(TTM)	较行业估值相比
1	国防军工	56.01	中国重工	250.91	347.98%
2	农林牧渔	31.62	牧原股份	126.57	300.28%
3	钢铁	9.31	包钢股份	26.62	185.98%
4	有色金属	34.52	山东黄金	93.26	170.15%
5	医药生物	35.16	恒瑞医药	78.80	124.12%
6	轻工制造	22.67	晨光文具	46.33	104.35%
7	采掘	12.32	中国石油	24.73	100.70%
8	交通运输	16.75	顺丰控股	28.65	71.06%
9	综合	30.22	华测检测	49.15	62.64%
10	电气设备	30.64	宁德时代	45.92	49.86%
11	传媒	38.49	中公教育	57.43	49.22%
12	休闲服务	32.81	中国国旅	37.13	13.17%
13	食品饮料	31.97	贵州茅台	35.91	12.33%
14	家用电器	16.18	美的集团	16.49	1.93%
15	通信	35.90	中国联通	35.59	-0.87%
16	银行	6.77	工商银行	6.62	-2.28%
17	公用事业	18.63	长江电力	17.42	-6.51%
18	房地产	9.09	万科 A	8.28	-8.91%
19	非银金融	14.76	中国平安	9.83	-33.40%
20	<b>建筑材料</b>	<b>11.56</b>	<b>海螺水泥</b>	<b>7.59</b>	<b>-34.37%</b>
21	机械设备	24.86	中国中车	16.25	-34.63%
22	化工	19.89	中国石化	12.84	-35.44%
23	建筑装饰	9.03	中国建筑	5.23	-42.07%
24	汽车	18.24	上汽集团	9.12	-49.97%
25	电子	41.24	工业富联	19.25	-53.33%
26	纺织服装	23.16	海澜之家	9.74	-57.93%
27	计算机	55.93	三六零	23.04	-58.81%
28	商业贸易	14.40	苏宁易购	4.85	-66.29%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（截至 2019 年 12 月 6 日）

综上所述，水泥行业近年来的高景气运行，叠加供给限制使得企业有息负债率大幅下降，分红意愿和现金分红潜力显著提升。展望 2020 年，水泥行业需求端有支撑，供给冲击有限，供求轧差有望继续保持需求微幅正缺口的状态，叠加错峰生产常态化以及环保、停产等供给边际调节，预计全年行业价格运行将继续保持高位区间震荡运行，“稳”依旧是行业运行的主基调。若偏“稳”的行业运行趋势延续，预计相关龙头企业高股息的状态有望保持，叠加利率长周期下行以及资本市场逐步开放引入海外“较便宜”资金的宏观背景，高分红企业的配置价值凸显。此外，通过将现阶段 A 股各板块龙头企业的估值与其板块平均估值水平相对比，我们发现水泥板块龙头企业估值仍处低位，龙头溢价尚未完全发掘，未来有较大提升空间。

基于上述分析，我们推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、祁连山，结合基建需求的结构化特征，推荐部分重点区域的弹性品种冀东水泥、塔牌集团、祁连山。

## 玻璃、玻纤——进方能聚

### 玻璃：2019 年行业运行走出阴霾，企业盈利逐步回升

2019 年，玻璃行业上半年和下半年呈现截然不同的运行轨迹。上半年，需求增量有限，供给端复产和新建投产超预期，阶段性供给压力凸显，行业库存高企，价格持续下行。进入 6 月份后，受益于行业冷修加速以及部分区域限产政策的推进，产能供应出现回落，叠加房地产竣工回暖带来的需求支撑，**库存水平快速回落，玻璃价格持续回升并达到历史高位，行业运行超预期。**

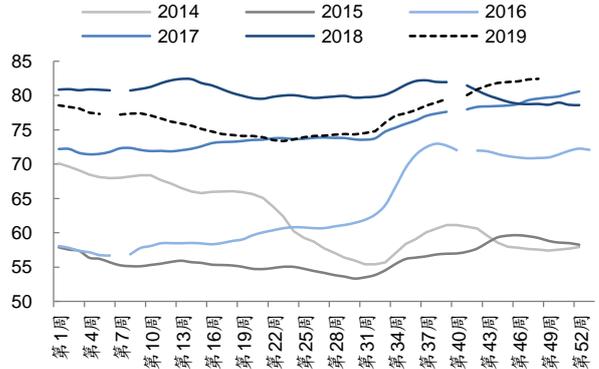
截至 11 月 30 日，全国主要城市浮法玻璃现货平均价为 82.41 元/重箱，同比上涨 4.62%，年初至今均价 77.01 元/重箱，较 2018 年全年（80.4 元/重箱）下降 4.24%，全国生产线库存为 3779 万重箱，较今年 6 月份的高点已经回落 15.8%，虽较去年同期增加 650 重箱，但较上半年高位库存面临的压力已经得到大幅缓解。在核心成本端，纯碱价格的持续下行也成为推动企业盈利回升的重要因素之一。受益行业超预期运行，龙头企业营业收入和归母净利润增速在三季度得到明显回升。

图 40：2019 年玻璃现货价格下半年回升



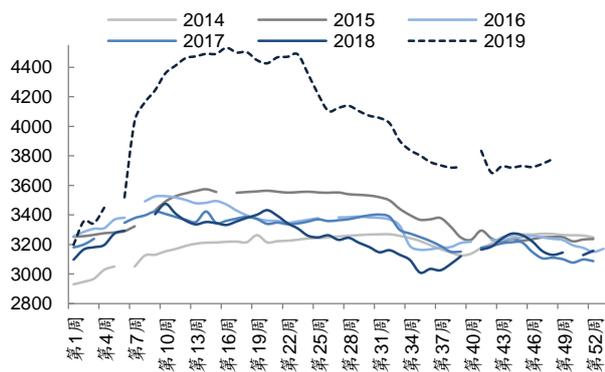
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 41：玻璃现货价格处于历史同期高位



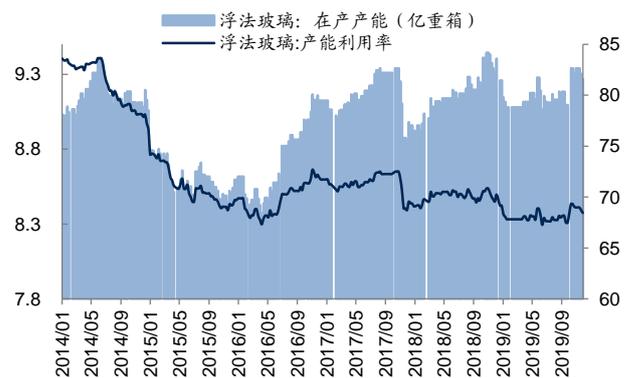
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 42：玻璃生产线库存下半年快速下行



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 43：浮法玻璃在产产能及产能利用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 44: 2019 年纯碱价格下行明显



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 45: 玻璃-纯碱重油价格差中枢进一步收窄



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 46: 龙头企业 2019 年 Q3 毛利率快速回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 47: 玻璃企业单季度营业收入回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(2016Q4 同比增速为 969.8%)

**玻璃: 2020 年需求预计尚好, 供给有望小幅收缩**

展望 2020 年, 玻璃需求端判断如前文所述, 房地产企业前期积累的开工项目, 在资金面温和改善的背景下, 预计将逐步向施工和竣工的传导, 这将对 2020 年的房地产施工和竣工产生一定支撑。因此, 我们认为 2020 年的玻璃行业需求无忧, 且存在一定超预期的可能性。

在供给端方面, 根据中国建筑玻璃与工业玻璃协会数据统计, 2020 年具有点火能力的生产线约 8 条, 但部分生产线需要有产能置换指标才能进行点火投产, 预计实际具备点火实际可操作性空间的约 3 条; 冷修复生产线大约 12 条, 考虑复产条件预计具有实际点火能力的生产线为 9-10 条; 明年达到生产线冷修条件的约 18 条, 根据市场需求、价格和当地环保政策, 预计停产冷修的生产线为 14-15 条。因此, 总体来看, 2020 年玻璃行业的供给端仍然有望保持今年趋紧的状态, 对行业运行的稳定起到一定支撑作用。

表 15: 2020 年有望新建、复产、冷修的生产线统计

序号	生产线	序号	生产线
新建生产线		冷修停产生产线	
1	福建连江瑞玻一线	1	台玻东莞二线
2	龙泰实业龙岩一线	2	河北沙河德金玻璃有限公司一线
3	新福兴福清二线	3	明达玻璃(成都金堂)有限公司一线
4	本溪福耀三线	4	河北沙河鑫利玻璃有限公司一线
5	广东新八达	5	武汉明达玻璃公司
6	广西信义二线	6	南玻(成都三线)
7	张家港复润新	7	山西利虎黎城一线

表 15: 2020 年有望新建、复产、冷修的生产线统计

8	张家港复润新 复产生产线	8	信义芜湖一线
1	江苏昆山长江浮法玻璃公司三线	9	中国玻璃东台一线
2	重庆福耀玻璃有限公司二线	10	漳州旗滨玻璃公司三线
3	金晶集团滕州三线	11	河北沙河德金玻璃有限公司二线
4	天津耀皮玻璃公司一线	12	明达玻璃(成都金堂)有限公司二线
5	广东英德鸿泰一线	13	中国玻璃东台二线
6	湖南巨强微晶玻璃	14	河北迎新玻璃行唐二线
7	重庆渝琉玻璃公司二线	15	沙河长城玻璃有限公司五线
8	云南海生玻璃公司一线	16	宁波晶达玻璃公司
9	青海耀华金鼎玻璃股份	17	秦皇岛北方集团工业园二线
10	陕西神木瑞诚实业有限公司二线	18	黑龙江佳星浮法玻璃有限公司二线
11	中国玻璃陕西一线		
12	河北润安二线		

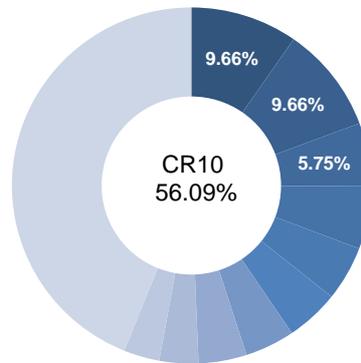
资料来源: 中国建筑玻璃与工业玻璃协会、国信证券经济研究所整理

### 玻璃: 提质、扩张、提升产品科技水平是龙头长期竞争胜出的必由之路 玻璃行业市场集中度不高, 优质企业市占率仍有较大提升空间

目前玻璃行业市场集中度仍然偏低, 前十大企业集中度仅约 56.09%, 我们认为中长期来看, 环保、提质、产能置换、提升产品科技水平均将成为推动行业集中度提升的动能。

图 48: 2018 年浮法玻璃行业前十大企业集中度

■ 信义玻璃 ■ 旗滨集团 ■ 迎新玻璃 ■ 台玻 ■ 南玻 ■ 中建材  
■ 安全实业 ■ 金晶科技 ■ 福耀玻璃 ■ 中国玻璃 ■ 其他



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

### 环保依旧是企业发展过程中需长期重视的问题

今年环保依旧是制约行业供给端的重要因素之一。作为全国玻璃最大集散地沙河地区, 其所在的邢台市由于今年以来空气质量长期位居全国末位, 6 月至 10 月间, 邢台市政府多次开展大气污染防治攻坚行动, 期间该区域以煤为燃料的数条玻璃生产线陆续受到生产限制, 部分企业已冷修停窑。由此可见, 环保依旧是推动行业内落后产能中长期出清的重要因素, 龙头企业坚持较高的环保标准也是在中长期竞争中胜出的重要手段之一。

表 16: 河北邢台沙河地区因环保问题限产

时间	事件
2019 年 6 月 10 日	邢台市自 6 月 10 日-7 月 10 日开展为期一个月的大气污染防治强化攻坚战行动,要求安全实业、正大玻璃、长城玻璃、德全玻璃、鑫利玻璃和永生玻璃 6 条以煤为燃料的生产线立即停炉改造
2019 年 6 月 19 日	沙河地区开始限产 16%, 回应前期集中停产 6 条线的政策
2019 年 9 月 26 日	河北长城玻璃有限公司 700t/d 长城六线放水停产
2019 年 10 月 4 日	要求 10 月 31 日前 6 条燃煤生产线冷炉停产到位

资料来源: 邢台市大气污染防治工作领导小组、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**“去非标”行动取得突破, 将有望进一步强化行业供给收缩**

玻璃非标产品的持续生产一直是行业过去多年来面对的问题。平板玻璃的非标产品主要包括三种情况: 等外品(不合格品)、协议品、非标(厚度)品, 目前市场上的非标产品主要为不按照标准厚度、公差生产的产品。

表 17: 《平板玻璃 GB11614-2009》规定的平板玻璃厚度偏差和厚薄差

公称厚度 (mm)	厚度偏差 (mm)	厚薄差 (mm)
2-6	±0.2	0.2
8-12	±0.3	0.3
15	±0.5	0.5
19	±0.7	0.7
22-25	±1.0	1.0

资料来源: 中国玻璃网、国信证券经济研究所整理

平板玻璃“去非标”行动的推广, 一方面能够有效减少平板玻璃的产量, 有助于缓和供需矛盾, 另一方面将有利于行业健康有序发展, 减少以次充好的现象, 推动行业整体高质量发展。过去多年非标产品存在的根本原因在于协会不具备执法权, 只能呼吁企业进行自律, 与以往不同的是, 今年“去非标”工作取得突破性进展, 发改委、市场监督管理局将介入玻璃“去非标”行动, 联合协会开展工作, 不执行国家标准生产非标产品企业将面临处罚。根据中国建筑玻璃与工业玻璃协会统计, 目前非标产品产量占平板玻璃总产量大约 20%, 若按标准规定公差生产, 约减少 5%的产量。

表 18: 玻璃“去非标”行动取得突破性进展

时间	场合/部门	主要内容
2019 年 2 月 23 日	第一次华东华北区市场研讨会	表示过去存在多年的非标产品问题今年发改委已经重视
2019 年 6 月中旬	中国颜色玻璃行业第三次市场研讨会	首次明确表示 9 月 1 日起, 全行业全面启动“去非标”行动, 由协会设立监督检查机构, 动用行业、企业力量自律“去非标”工作, 并实施将企业违规行为向相关政府部门举报和向媒体曝光, 颜色玻璃企业将率先 7 月 1 日起启动建筑玻璃领域“去非标”工作
2019 年 9 月	华东华北区域会议	白玻企业迎来“去非标”工作
2019 年 9 月 24 日	工信部、国家市场监管总局	前往沙河地区进行“去非标”突击检查

资料来源: 中国玻璃网、国信证券经济研究所整理

**把握产能置换机遇, 稳步扩张提升市场份额**

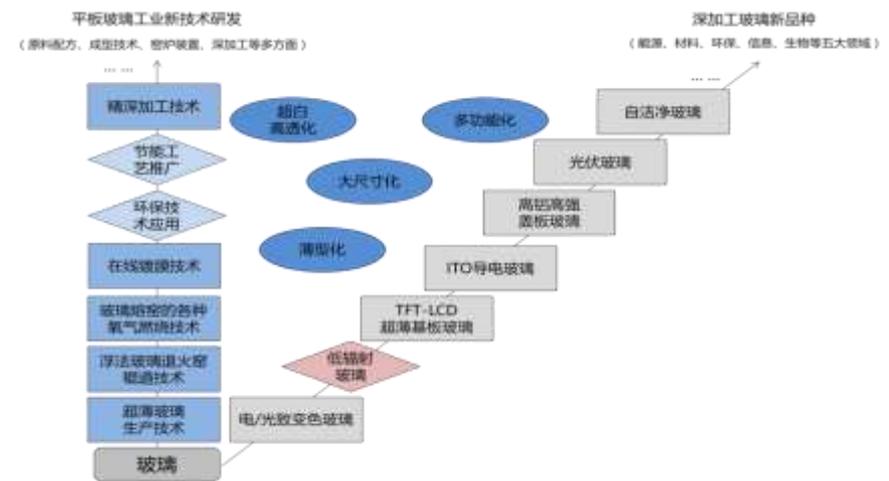
龙头企业主动通过新建、收购、产能置换等多种方式进行产能扩张, 有助于增强企业竞争力, 增加行业话语权, 提升行业集中度。2019 年 9 月, 旗滨集团发布《中长期发展战略规划纲要(2019-2024 年)》, 提出争取 2024 年末浮法原片产能规模较 2018 年增加 30%以上, 节能玻璃产能规模增加 200%以上; 信义玻璃计划在 2020 年底前将浮法玻璃产能较 2017 年全面提升 50%, 通过与华尔润的产能置换, 将在广西北海和江苏张家港分别建设两条浮法玻璃生产线, 其中全国首例跨省置换的广西北海一线已经于今年 10 月份点火, 明年北海二线有望点火, 张家港两条生产线计划于 2021 年 3 月点火, 此外, 信义未来还将继续开拓东南亚和北美市场。

技术升级创新大势所趋，高质量发展可期

玻璃作为重要的基础材料，随着技术创新和产品发展，应用领域也越来越广泛，下游产业对其性能、功能、组分和制造技术等方面要求越来越高，多功能化、纳米化、智能化、复合化已成为玻璃制品主要发展趋势，层出不穷的玻璃品系包括电/光致变色玻璃、自洁净玻璃、信息产业玻璃、光伏玻璃等体现的是人们对更加便利的生活的渴望。

目前，全球玻璃制造商们在开发玻璃新技术方面，均围绕能源、材料、环保、信息、生物等五大领域的市场进行，主要表现为两大方向，即平板玻璃工业新技术研发方向及深加工玻璃新品种的开拓：①玻璃原片的生产逐步向大片、薄片、白片等方向发展，即大尺寸化、薄型化、超白高透化；②从玻璃产品的表面和内在改性应用、功能等方面着手，使玻璃更具备强度、隔热、耐火、安全、阳光控制、隔音、自洁（环保）等优异功能，即多功能化。

图 49：玻璃工业创新发展方向



资料来源:国信证券经济研究所整理

我国玻璃工业经过近 10 年以来的自主创新，尽管在玻璃技术研发方面与美国、日本等发达国家相比仍存在一定差距，部分电子玻璃、汽车玻璃、高档建筑玻璃等还需进口，加工制品大多依然处在价值链低端，但在主流产品领域已经突破国外技术封锁，产品和技术均达到国际先进水平，其中超厚、超薄、Low-E 节能玻璃、TCO 镀膜玻璃、高硼硅防火玻璃等玻璃新产品已逐步实现产业化。在玻璃产能过剩、产品同质化严重的背景下，加快技术创新、优化产品结构、延伸产业链、加快新兴领域发展，是玻璃工业改变结构失衡、转型升级的必然要求，率先实现转型升级的龙头企业有望获得超越规模化发展的优势。

表 19: 政策支持玻璃工业结构升级

时间	文件	玻璃工业结构升级调整主要任务
2014年5月	《中国建筑材料工业新兴产业发展纲要》	①传统建材转化的新兴建材: 重点发展 Low-E 玻璃、SUN-E 玻璃、TCO 玻璃、超白玻璃、自洁净玻璃、电致变色玻璃、超薄超厚浮法玻璃等。 ②特种新型玻璃: 重点发展与提升电子信息显示玻璃(高世代 TFT/LCD 超薄玻璃基板); 加快发展高纯石英玻璃及制品等; 积极发展高铝高强盖板玻璃、铝硅酸盐高强玻璃、长波红外玻璃、无铅低温封接玻璃、激光玻璃、微晶玻璃等各种多功能新型玻璃。
2016年8月	《建材工业“十三五”发展指导意见》	①平板玻璃行业在提升原片质量的基础上, 发展汽车、飞机、高铁、高档建筑装饰用高端玻璃; ②扩展与增加用于电子通讯领域的液晶玻璃、基板玻璃和太阳能玻璃; ③发展高端超薄、超白玻璃用于新能源、国防等特殊工程; ④推广低辐射镀膜(Low-E)、真空和中空玻璃、光伏玻璃。
2016年10月	《建材工业发展规划(2016-2020年)》	①推广双银及多银低辐射镀膜(Low-E)玻璃、安全真(中)空玻璃等节能门窗; ②开发高端运输装备用风挡、舷窗制品; ③发展高硼硅玻璃、高铝玻璃、超薄玻璃、超白玻璃及石英玻璃制品等。 ④重点发展高世代 TFT-LED 平板显示器玻璃基板、高强高铝硅触摸屏盖板玻璃、高纯石英玻璃及制品、激光玻璃、防辐射玻璃、高性能多功能镀膜玻璃、微晶玻璃等产品。
2017年4月	《玻璃工业“十三五”发展指导意见》	①开发新型节能 Low-E 玻璃、真(中)空玻璃, 多功能镀膜玻璃, 电致变色智能玻璃, 高性能复合防火玻璃; ②积极研发 0.4mm 以下高世代 TFT-LCD 超薄基板玻璃、OLED 基板玻璃、触摸屏高强盖板玻璃、薄膜电池高应变点背板玻璃、高速交通工具高强舷窗玻璃等新型玻璃技术与装备, 加快推进产业化, 占领高端市场。

资料来源:全球玻璃网、中国玻璃网、国信证券经济研究所整理

综合分析, 玻璃行业 2019 年下半年逐步走出阴霾, 玻璃价格稳步抬升, 成本压力减弱, 企业盈利回升。展望 2020 年, 因受到地产竣工回暖的支撑, 预计需求端整体向好; 行业供给端因复产有限, 冷修稳步推进, 预计呈现小幅收缩的运行态势, 因此, 2020 年的玻璃价格和企业盈利可给予偏乐观的预期。中长期看, 环保依旧是推动行业内落后产能持续出清的重要因素, 保持生产过程中较高的环保标准、把握置换机遇稳步推进产能扩张、提升产品品质、提升产品中的科技含量将成为龙头不断提升市场份额, 在长期竞争过程中胜出的关键, 推荐行业龙头旗滨集团、信义玻璃。

玻纤: 价格已跌至底部区域, 2020 年供需格局有望改善

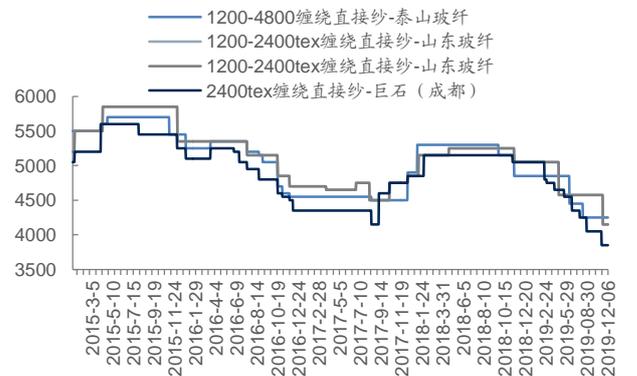
受 2018 年行业投放新增产能和冷修复产能集中释放影响, 玻纤行业供应明显增加, 在需求无显著支撑的背景下, 玻纤价格自 2018 年下半年开始松动并持续下行, 目前价格已经跌至历史低位水平。今年以来, 行业供给端增长较去年明显减少, 主要以消化上年新增产能为主, 行业运行格局小幅改善。11 月, 受环保、原材料、物流等费用上涨影响, 国内部分厂家对玻纤价格实行上调, 对市场信心起到一定提振作用, 也体现出了部分企业的稳价意愿。展望 2020 年, 目前可预见的行业新增供给将进一步减少, 下游需求端在逆周期调节、风电市场旺盛、汽车行业底部企稳的背景下有望好于今年, 我们预计玻纤行业明年供需格局有望出现一定程度的好转。

图 50: 玻纤行业供给增速今年回落明显



资料来源:中国玻璃纤维工业协会、国信证券经济研究所整理

图 51: 部分厂家无碱玻纤价格(元/吨)



资料来源:卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**玻纤：产能扩张+技术升级，持续巩固龙头优势地位**

国内玻纤行业竞争格局已基本形成，以中国巨石为代表的龙头企业通过规模扩张和技术创新，未来竞争优势有望得到进一步巩固。

**(1) 全球布局规避风险，产能扩张提高市场份额。**经历了贸易摩擦反复、反倾销的多次施压，玻纤企业通过海外布局有助于进一步降低生产升本，有效规避贸易壁垒，增强玻纤企业在国际竞争中的主动权。同时，海内外的产能提升，将进一步提高企业的规模化生产优势和市场份额。以中国巨石为例，继完成埃及的3条生产线布局投产后，今年5月美国年产9.6万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目成功点火，未来还将在印度投建一条年产10万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线，进一步完善全球化布局；同时，国内方面，公司未来还将在桐乡和成都两地新增玻纤产能，国内市场份额有望获得一定提升。

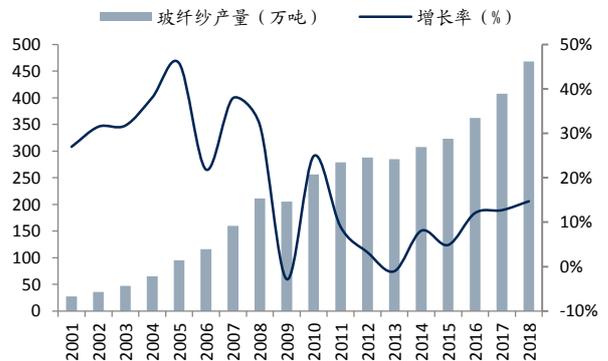
**(2) 在产能规模扩大的基础上，加速技术进步、促进产品高端化成为龙头企业提升竞争力的核心要素。**从行业历史发展过程来看，国内玻纤行业的技术进步和科技创新，是在行业规模优势得到一定体现后逐步受到重视。以中国巨石为例，在2005年实现全球产能第一的位置后，公司加大对科技研发、升级的投入力度，多项设备、工艺技术实现世界领先，如纯氧燃烧技术、大漏板分区控制技术。此外，公司还通过对玻璃配方的升级与推广，不断提升中高端产品的占比，同时对落后生产线进行技改升级，全面提升生产线效率，从历史财务数据上看，公司每次生产线技改升级后，均能有效降低生产成本，提升效率，而高端产品比例的提升也使得公司经营的抗周期风险性加强，本轮玻纤价格跌至历史底部之时，公司仍有较好的盈利便是上述竞争力最好的印证。

图 52：中国巨石单位固定资产创收和创利



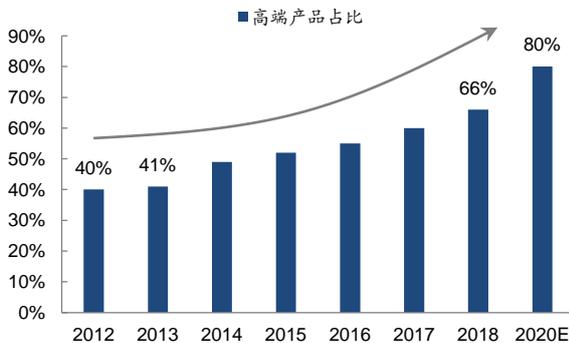
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 53：国内玻纤产量及增速



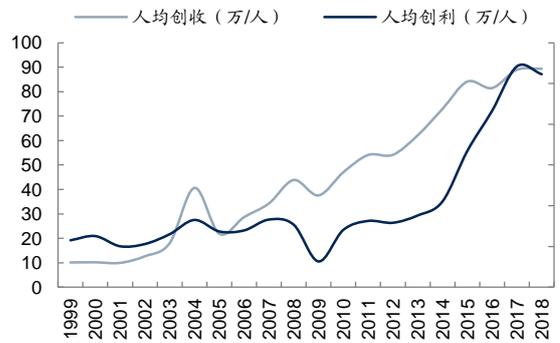
资料来源：中国玻璃纤维工业协会、国信证券经济研究所整理

图 54：中国巨石高端产品占比持续提升 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 55：中国巨石人均创收和人均创利



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 20: 中国巨石拟建项目情况

序号	项目名称	计划总投资	项目进展
1	新材料智能制造基地扩建项目	93.23 亿人民币	其中年产 6 万吨电子纱暨年产 2 亿米电子布生产线项目前道工序已于 2019 年 1 月投产
2	印度年产 10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	2.46 亿美元	已完成土地购买
3	巨石集团成都有限公司年产 25 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线建设项目	31.04 亿人民币	计划 2019 年二季度开工建设

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

综上所述, 我们看到玻纤行业 2019 年价格持续承压, 目前已跌至历史低位, 部分企业已表现出较强挺价意愿; 展望 2020 年, 预计行业供给冲击有限, 随着需求对新增供给的不断消化, 预计下半年回暖可期。玻纤行业龙头企业已形成了领先全球的技术优势, 未来有望通过产能稳步扩张进一步提升全球市场份额, 通过稳步推进产线的技改升级、提升中高端产品占比进一步巩固盈利优势, 中长期看好, 推荐中国巨石。

## 其他建材——聚而行远

### 行业格局普遍分散, “大行业、小公司”特点明显

受行业发展阶段、产品属性等因素影响, 目前其他建材行业整体集中度较低, 各细分品类行业格局均较分散, 如防水材料、涂料、建筑陶瓷、塑料管材等, 整体呈现出“大行业、小公司”的运行特点:

- 1) 从规模以上企业主营业务收入(2000 万元以上)来看, 2018 年防水材料、涂料、瓷砖、塑料管材行业分别约 1147 亿元、3268 亿元(其中建筑涂料按 35%估计, 约 1143 亿元)、2993 亿元、3231 亿元。
- 2) 从规模以上企业数量来看, 2018 年防水材料、涂料、瓷砖、塑料管材行业生产企业的数量分别约 784 家、1998 家、1265 家、1700 家。

表 21: 2018 年部分其他建材行业规模以上企业主营业务收入和企业数量

	防水材料	涂料	瓷砖	塑料管材
规模以上企业主营业务收入(亿元)	1147	3268	2993	3231
规模以上企业数量(家)	784	1998	1265	1700

资料来源: 中国建筑防水协会、中国涂料工业协会、中国建筑卫生陶瓷协会、前瞻网、国信证券经济研究所整理

**防水材料:** 根据中国建筑防水协会统计数据, 按收入/规模以上企业收入进行估算, 2018 年东方雨虹、科顺股份和凯伦股份 3 家主要防水上市公司市占率分别为 12.2%、2.7%和 0.5%, 合计约 15.5%。

图 56: 规模以上防水企业主营业务收入及增幅



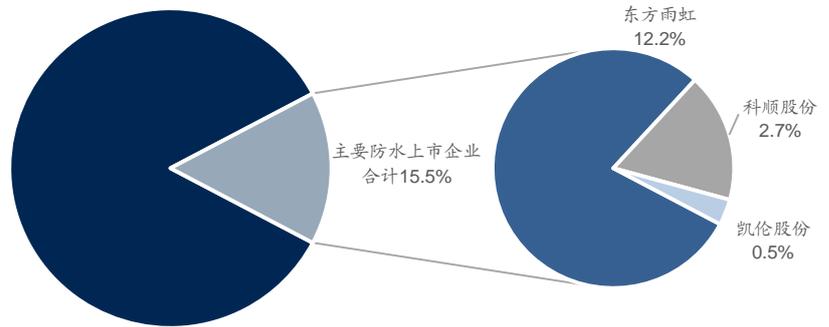
资料来源: 中国建筑防水协会、国信证券经济研究所整理(注: 增幅为当年与上年同企业数的收入之比, 不是与上年实际值之比)

图 57: 规模以上防水企业数量



资料来源: 中国建筑防水协会、国信证券经济研究所整理

图 58: 2018 年主要防水上市企业收入占规模以上企业收入比



资料来源: WIND、中国建筑防水协会、国信证券经济研究所整理

**涂料:** 根据中国涂料工业协会和涂界数据研究实验室统计数据, 截止 2018 年 100 强涂料企业合计市场份额达 33.56% (含规模以下企业销售收入), 其中前 10 大企业占比为 16.03%, 立邦、阿克苏诺贝尔和 PPG 占据前三强地位, 市占率仅为 4%、2.6%和 2.5%; 建筑涂料市场, 2018 年三棵树和亚士创能的市占率分别约 2.2%和 1%, 其中工程建筑涂料领域, 三棵树和亚士创能的市占率分别达 11%和 7.19%。

图 59: 规模以上涂料企业主营业务收入及增幅



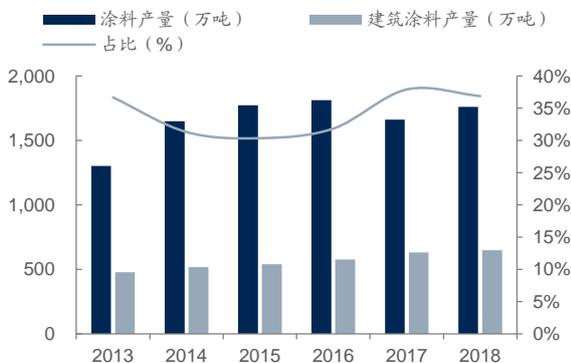
资料来源: 中国涂料工业协会、国信证券经济研究所整理 (注: 增幅为当年与上年同企业数的收入之比, 不是与上年实际值之比)

图 60: 规模以上涂料企业数量



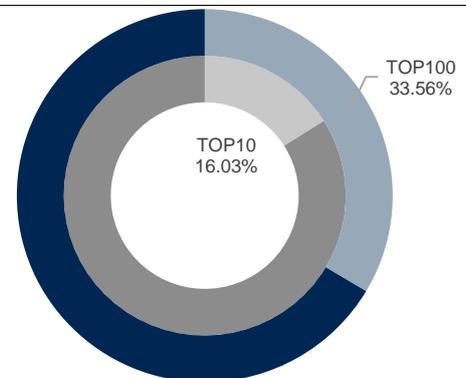
资料来源: 中国涂料工业协会、国信证券经济研究所整理

图 61: 规模以上企业涂料和建筑涂料产量及占比



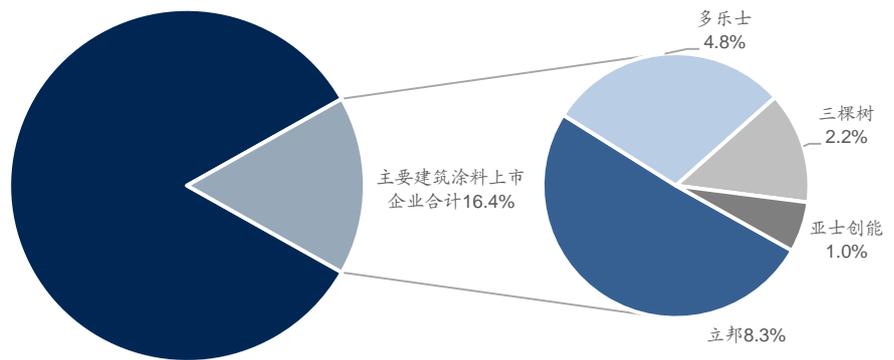
资料来源: 中国涂料工业协会、《2018 年建筑涂料现状和 2019 年展望》、国信证券经济研究所整理

图 62: 2018 年我国涂料市场 TOP100/10 市场集中度



资料来源: 中国涂料工业协会、涂界、国信证券经济研究所整理

图 63: 2018 年主要建筑涂料上市企业收入占规模以上企业收入比



资料来源: WIND、中国涂料工业协会、涂料经、国信证券经济研究所整理 (建筑涂料规模以上收入按 35% 估算)

表 22: 中国工程涂料品牌 TOP5 销售额及市占率

	2016		2018		
	销售额 (亿元)	市场占有率 (%)	销售额 (亿元)	市场占有率 (%)	
立邦	28.7	22.96%	30	18.75%	
三棵树	8.9	7.20%	17.59	11%	
亚士漆	7.4	5.92%	11.51	7.19%	
多乐士	6	4.80%	富思特	5.3	3.31%
固克	5	4%	嘉宝莉	4.8	3%

资料来源: 涂界、国信证券经济研究所整理

**建筑陶瓷:** 根据中国建筑卫生陶瓷协会统计数据, 2013-2017 年我国规模以上瓷砖企业数量基本保持在 1400 家左右, 2018 年减少 137 家至 1265 家。以东鹏股份、帝欧家居、蒙娜丽莎和悦心健康 4 家瓷砖上市公司为例, 按收入/规模以上企业收入进行估算, 2018 年帝欧家居、蒙娜丽莎和悦心健康市占率分别约 1.2%、1.1%和 0.3%, 东鹏股份 2017 年占比约 1.3%。

图 64: 规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入及同比增速



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、国信证券经济研究所整理

图 65: 规模以上建筑陶瓷企业数量



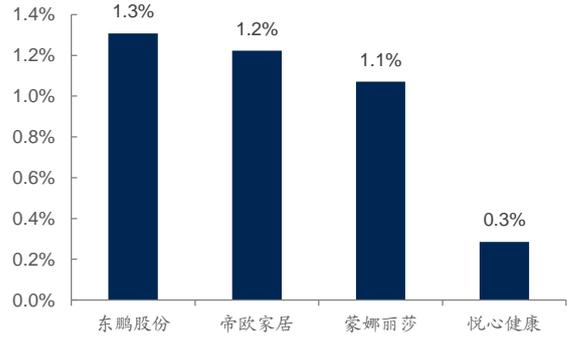
资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、国信证券经济研究所整理

图 66: 我国陶瓷砖产量及同比增速



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、国信证券经济研究所整理

图 67: 主要建筑陶瓷上市企业收入占规模以上企业收入比



资料来源: WIND、中国建筑卫生陶瓷协会、国信证券经济研究所整理 (仅统计瓷砖收入, 东鹏股份为 2017 年占比, 其他均为 2018 年占比)

**塑料管材:** 根据中国塑料管道专业委员会的统计数据, 我国目前共有 6000 家左右塑料管道生产企业, 年生产能力超过 3000 万吨, 规模较大的塑料管道生产企业约 3000 家以上, 其中年生产能力超过 10 万吨的企业约 20 多家, 但大多数企业年生产能力在 5000 吨以下 (据统计, 2017 年年生产能力在 5000 吨以下企业数量占比达 76% 以上)。

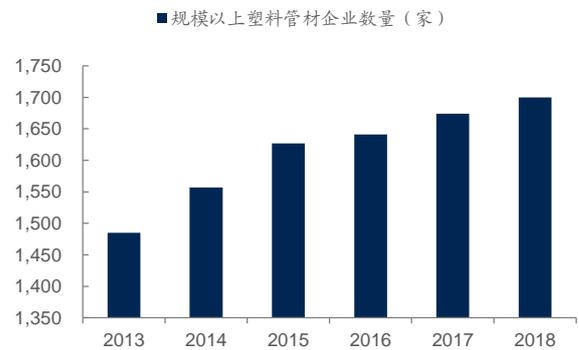
以中国联塑、伟星新材、永高股份和雄塑科技 4 家主要的塑料管上市公司为例 (塑料管收入占比均达 90% 以上), 按收入/规模以上企业收入进行估算, 2018 年市占率合计达 19.3%, 其中中国联塑约占 12.6%

图 68: 规模以上塑料管材企业主营业务收入及增幅



资料来源: 前瞻网、国信证券经济研究所整理

图 69: 规模以上塑料管材企业数量



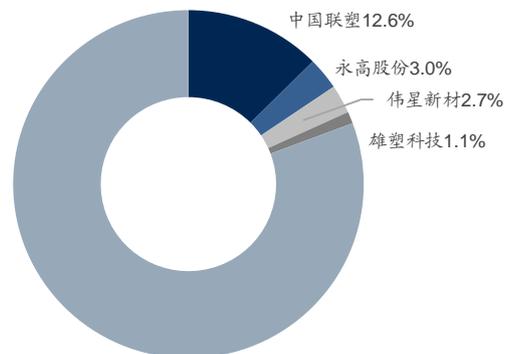
资料来源: 前瞻网、国信证券经济研究所整理

图 70: 我国塑料管道产量及同比增速



资料来源: 中国塑料加工工业协会、国信证券经济研究所整理

图 71: 主要塑料管上市企业收入占规模以上企业收入比

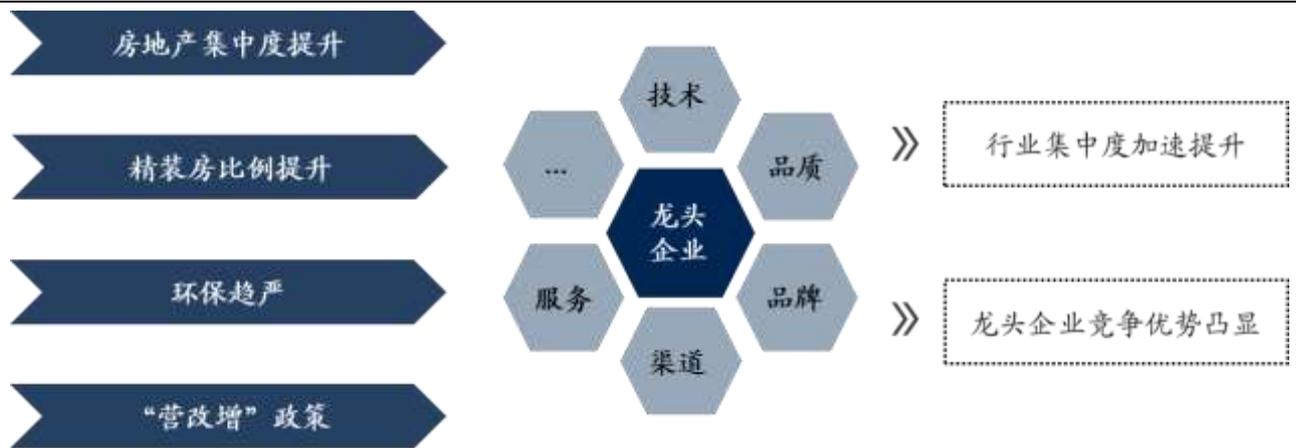


资料来源: WIND、前瞻网、国信证券经济研究所整理

### 行业集中度加速提升，细分领域龙头企业有望获得更快成长

目前，尽管其他建材仍普遍处于行业集中度低、市场竞争不规范的阶段，但各细分领域集中度上升趋势已现，随着环保趋严和“营改增”政策红利等带来竞争环境趋于规范化，中小落后产能将逐步淘汰，预计行业集中度有望加速提升，尤其在下游房地产集中度提升、精装房比例提升的背景驱动下，龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，有望获得更快成长，市占率有望稳步提升：

图 72：竞争环境趋于规范，行业集中度加速提升



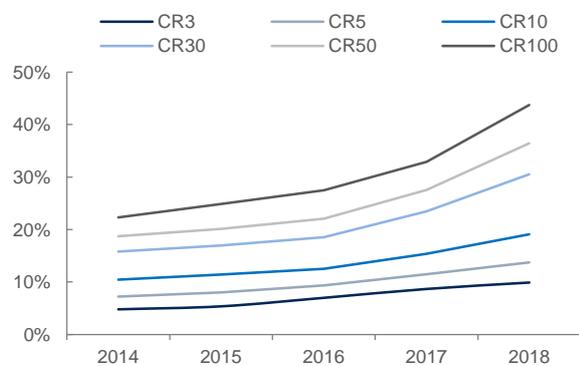
资料来源：国信证券经济研究所整理

#### 1) 地产集中度加速提升，倒逼上游建材行业集中度提升

随着房地产行业从高速增长向平稳增长过渡，房地产行业集中度日益提升，尤其在融资环境趋紧的背景下，集中度呈现加速提升趋势。2014-2018 年全国前 10 大、50 大和 100 大房地产企业销售面积占比分别从 10.44%、18.72%和 22.3% 上升至 19.08%、36.43%和 43.71%，其中 2018 年增幅明显，分别较上年同期提升 3.7、8.9 和 10.8 个百分点，而 2017 年同比增幅为 2.8、5.5 和 5.4 个百分点。

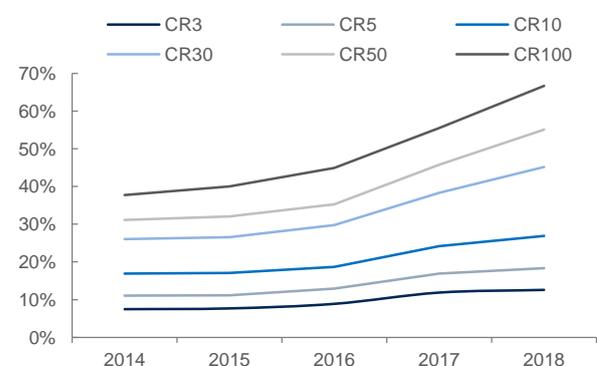
大型地产商具有更强的话语权，对建材企业供应、服务等综合能力提出更高要求，准入门槛和合作标准不断攀升，推动市场逐步向大型企业靠拢，建材龙头企业凭借在资金实力、产能布局、产品品质等方面的优势，有望获得更快成长，带动建材行业集中度提升。

图 73：按销售面积计算的房地产行业市场集中度



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 74：按销售金额计算的房地产行业市场集中度



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

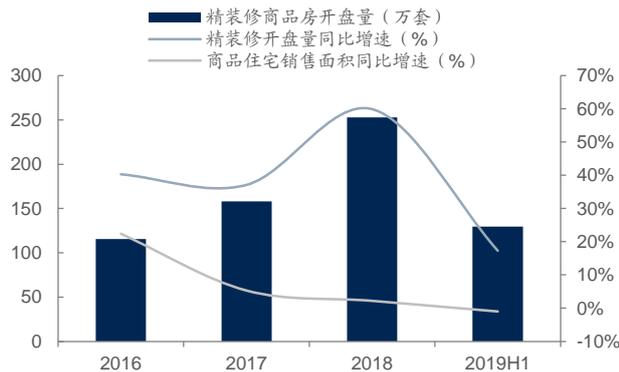
#### 2) 精装占比持续提升，带动市场向建材龙头企业倾斜

在楼市微调、商品住宅销售承压背景下，受益精装房政策持续推进，精装修市

场规模不断扩大并保持较快增长态势。根据奥维云网数据统计，2018年全国新开盘精装修/全装修商品住宅 253 万套，同比增长 60%，同期商品住宅销售面积同比增长 2.2%，精装房渗透率达到 27.5%；2019 年 1-6 月，全国新开盘精装修/全装修商品住宅 129.7 万套，同比增长 17.3%，同期商品住宅销售面积同比下滑 1%，且精装修趋势逐步从头部房企向下扩散，非 TOP50 开发商增长明显。

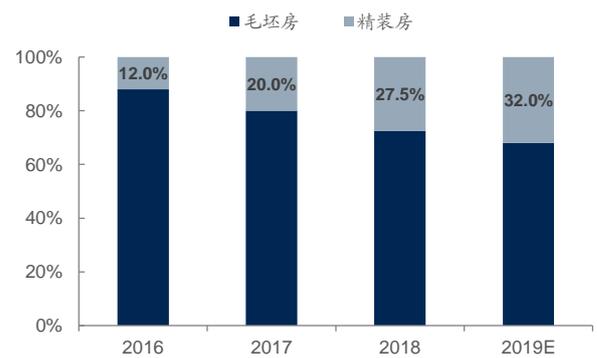
随着人们对住房质量和品质的要求不断提升及国内精装修市场的逐步完善，精装采购标准将逐步由“价廉”向“质优”转变，具有较强品牌优势的企业有望明显受益，进一步带动市场向建材龙头企业倾斜。

图 75: 精装修商品住宅开盘规模及同比增速



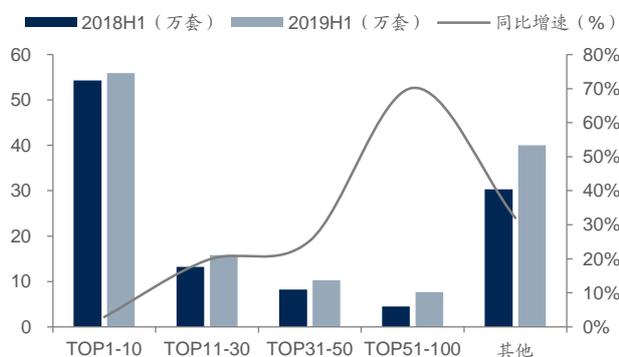
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 76: 精装商品住宅市场渗透率



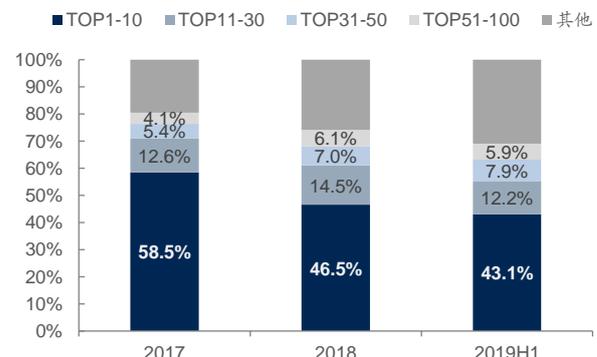
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 77: 精装商品住宅 TOP 开发商规模及同比增速



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 78: 精装修商品住宅 TOP 开发商市场占比



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

### 3) 环保高压推动落后产能加速退出，优化供给格局

伴随着近年来国内环保政策趋严，建材行业环保整治力度持续升级，督查力度不断加大，对不符合环保要求的建材企业采取限产甚至直接关停的措施将推动环保不达标的落后产能加速出清，进一步优化供给格局，促使行业集中度加速提升。以建筑陶瓷为例，2019 年以来，各大陶瓷产区相继颁布更加严格的环保标准，广东、四川、河南、山东分别出台新的污染物排放标准；2019 年 7 月中国建筑材料联合会发布《2019 年建筑卫生陶瓷行业大气污染防治攻坚战实施方案》，在环保、去产能、天然气使用占比等方面制定了明确目标；截止 2019 年 5 月有 104 家规模以上建陶企业退出，而 2018 年全年有 137 家规模以上企业退出（约占规模以上建陶企业的 10%）。

表 23: 2019 年以来部分地区环保不达标的落后建筑陶瓷产能相继退出

时间	文件或事件	主要内容
2019 年 5 月 29 日	《江门市打赢蓝天保卫战实施方案（2019—2020 年）》	要求江门市 91 条陶瓷生产线 2019 年完成 20 条生产线的煤改气工作或自主选择关停，2020 年底前全面完成煤改气工作或自主选择关停
2019 年 7 月 1 日	福建泉州南安生态环境局加大对建陶行业的监管力度，积极开展行业整治	全市 43 家建筑陶瓷企业，其中 6 家已停产或关闭
2019 年 7 月 16 日	《临沂市大气污染防治强化攻坚方案》	要求临沂 45 家陶企在 7 月 31 日前完成清洁能源替代或清洁能源技术改造，未完成清洁能源改造将停产治理（临沂仅有一家使用天然气为燃料，其余的 44 家全部要停产治理）
2019 年 7 月 18 日	《肇庆市引导和扶持陶瓷企业转型升级工作实施方案（征求意见稿）》	肇庆市鼎湖区陶瓷生产企业原则上保留 3 家优质企业实施“煤改气”，并且确保在 2019 年 11 月底前全面完成改造升级工作，其余 5 家陶企企业在 2020 年底前实现全面退出转型
2019 年 8 月 15 日	《清远市 2019 年利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》	以陶瓷等 12 个行业为重点，着力推动能耗、环保、质量、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出

资料来源：陶瓷信息网、国信证券经济研究所整理

#### 4) 建筑行业“营改增”，推动建材行业趋于规范

建筑业涉及领域广泛、产业链复杂，上游主要包括钢铁、水泥、砖瓦、建筑陶瓷、平板玻璃、铝材加工、五金等建筑原材料提供企业及设备供应商，下游主要包括房地产企业、交通运输企业、市政工程建设企业等。建筑行业大而不强，粗放而不规范，是建筑行业多年形成的现状。一直以来，由于建筑施工中使用材料范围极为广泛，因使用数量有限、供应商成分复杂、经营分散且规模普遍较小和管理局限性等因素影响，除水泥等部分建材有正规来源渠道外，多由非规范征管的供应商中采购，同时为了降低成本而选择选择尽可能不开具发票。

“营改增”政策后，无法取得增值税专用发票，将导致部分成本支出进项税额抵扣困难，从而增加建筑企业税负。因此，建筑企业将更多选择能够开具增值税发票的规范、大型供应商进行采购，规模小、议价能力弱、生产经营不正规的建材企业将面临加速淘汰，从而驱动产业链趋于规范，加速行业整合。

图 79: 建筑行业大而不强，粗放而不规范，是建筑行业多年形成的现状



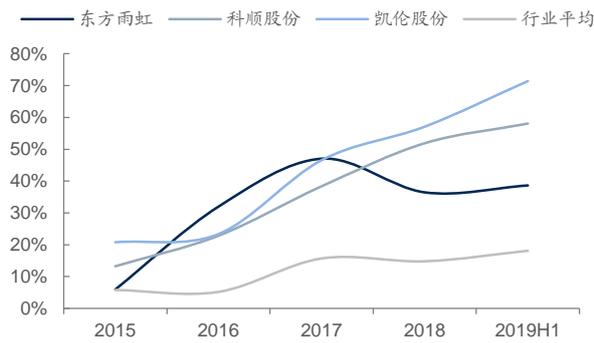
资料来源：国信证券经济研究所整理

#### 5) 行业内分化明显，龙头企业强者恒强

在过去数十年的行业竞争过程中，其他建材各细分领域已逐渐形成一批具有规模优势、产品优势、成本优势、管理优势等竞争力较强的龙头企业，在现阶段行业竞争日益激烈、市场逐年饱和的背景下，企业之间差距将进一步凸显。

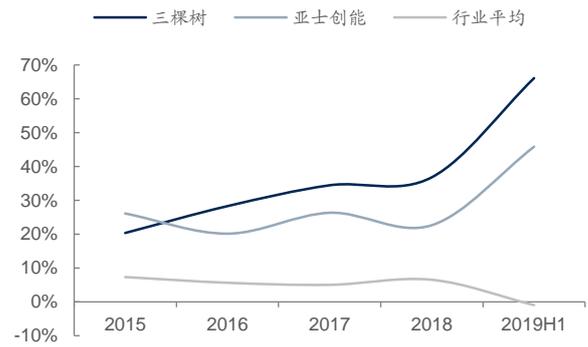
环保趋严、“营改增”政策红利等带来竞争环境趋于规范化，以及下游房地产集中度提升、精装房比例提升带来的准入门槛和合作标准不断攀升，有望进一步拉开优质企业与行业其他企业之间的距离，龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，有望获得更快成长。反映在增速上，无论防水材料、建筑涂料，还是建筑陶瓷、塑料管材，龙头企业的收入或产量增速均显著高于行业平均值。

图 80: 主要防水材料上市企业收入增速与行业平均增速



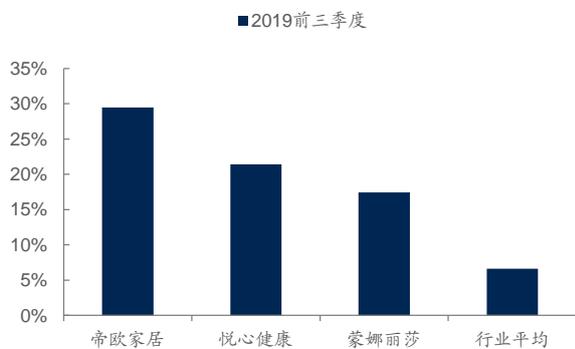
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (行业平均为规模以上企业收入增幅)

图 81: 主要建筑涂料上市企业收入增速与行业平均增速



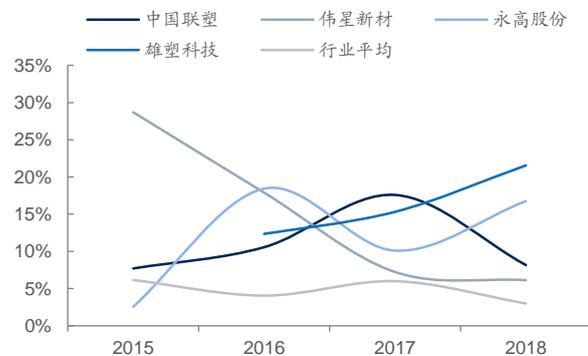
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (行业平均为规模以上企业收入增幅)

图 82: 主要建筑陶瓷上市企业收入增速与行业平均增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 83: 主要塑料管上市企业产量增速与行业平均增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (除中国联塑采用销量计算, 其他均为产量数据)

综合分析, 其他建材行业格局普遍分散, 呈现“大行业、小公司”的特点。尽管多数子行业仍普遍处于集中度低、竞争仍存不规范的阶段, 但行业集中度上升的趋势已现, 随着环保趋严和“营改增”政策红利等带来竞争环境趋于规范化, 中小落后产能将逐步淘汰, 预计行业集中度有望加速提升, 尤其在下游房地产集中度提升、精装房比例提升的背景驱动下, 龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势, 有望获得更快成长, **推荐坚朗五金、帝欧家居、三棵树、东方雨虹、中国联塑、伟星新材**。其他细分领域, 建议结合行业和企业发展, 关注“小而美”的精彩, **推荐再升科技**。

## 投资策略——行稳致远，进而有为

### 宏观需求：心静则稳

现阶段，市场已逐步达成“经济增速长周期下行、增长结构将发生转变”的共识，并逐步放弃对“通过地产或流动性大水漫灌以刺激经济重回高速增长”的期待。宏观经济环境充斥着“稳”和“规范”两大主题词。在基建需求端，“稳投资”政策持续发力，投资增速趋稳，增势有望延续，且增长呈结构化特征，区域发展布局不断加速，2020年需重视城市群发展带来的机会；在地产需求端，因城施策的政策调整、利率下行以及购买力积累等因素或使地产销售走出小周期回暖，叠加前期已累积的开工项目，预计2020年地产投资韧性犹存，施工、竣工有支撑，开工或承压但若销售端走出小周期回暖，预计预期不差。

### 水泥：稳中求进

近几年行业的高景气运行验证了我们前期“新均衡”的判断。2020年预计需求有支撑，供给控制仍将继续，“稳”依旧是行业运行主基调。多年偏“稳”的行业运行，使得龙头企业现金分红潜力大增，叠加利率长周期下行以及资本市场逐步开放引入海外“较便宜”资金的宏观背景，高分红企业的配置价值凸显。此外，水泥板块与A股其他板块相比，龙头溢价尚未完全发掘，未来有较大提升空间。推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、祁连山，结合基建需求的结构化特征，推荐部分重点区域的弹性品种冀东水泥、塔牌集团、祁连山。

### 玻璃、玻纤：进方能聚

玻璃行业2019年下半年走出阴霾，价格回升，预计2020年需求环境尚好，供给小幅收缩，价格平稳略增可期。玻璃行业不同产品间科技含量和盈利水平差距较大，但现阶段我国玻璃行业龙头集中度不高，产品差距未显著拉开，未来坚持环保高标准、提质、扩张、提升产品科技含量是龙头长期竞争胜出，提升市场份额的必由之路，推荐龙头旗滨集团、信义玻璃。

玻纤行业2019年价格承压，目前已跌至历史低位，2020年行业供给冲击有限，随着需求对新增供给的不断消化，预计下半年回暖可期。玻纤行业龙头企业已形成了领先全球的技术优势，未来有望通过产能稳步扩张进一步提升全球市场份额，稳步推进产线的技改升级进一步巩固盈利优势，中长期看好，推荐中国巨石。

### 其他建材：聚而行远

其他建材行业格局普遍分散，呈现“大行业、小公司”的特点。尽管多数子行业仍普遍处于集中度低、竞争仍存不规范的阶段，但行业集中度上升的趋势已现，随着环保趋严和“营改增”政策红利等带来竞争环境规范化趋势，中小落后产能将逐步淘汰，预计行业集中度有望加速提升，尤其在下游房地产集中度提升、精装房比例提升的背景驱动下，龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，有望获得更快成长，推荐坚朗五金、帝欧家居、三棵树、东方雨虹、中国联塑、伟星新材。其他细分领域，建议结合行业和企业发展，关注“小而美”的精彩，推荐再升科技。

## 风险提示

- (1) 宏观经济快速下行导致行业需求端出现超预期下滑；
- (2) 行业价格受到行政干预；
- (3) 产能限制政策松动，供给释放超预期。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2018
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
600585	海螺水泥	买入	48.19	5.63	6.29	6.51	8.57	7.67	7.41	2.00
600801	华新水泥	买入	22.25	2.47	3.23	3.51	9.00	6.88	6.34	2.35
002233	塔牌集团	买入	11.36	1.45	1.33	1.51	7.86	8.54	7.51	1.48
000401	冀东水泥	买入	14.96	1.10	2.18	2.58	13.59	6.86	5.79	1.28
000672	上峰水泥	买入	16.76	1.81	2.53	2.75	9.26	6.62	6.10	2.96
000877	天山股份	买入	10.83	1.18	1.40	1.51	9.15	7.76	7.18	1.24
600720	祁连山	买入	10.72	0.84	1.49	1.65	12.71	7.18	6.49	1.26
600449	宁夏建材	买入	9.97	0.90	1.34	1.47	11.13	7.42	6.78	0.88
000546	金圆股份	买入	11.08	0.52	0.83	0.90	21.14	13.38	12.33	1.95
601992	金隅集团	买入	3.31	0.31	0.46	0.51	10.84	7.23	6.53	0.58
601636	旗滨集团	买入	4.44	0.45	0.50	0.65	9.88	8.82	6.79	1.53
000012	南玻 A	买入	4.50	0.15	0.23	0.25	30.88	19.92	17.79	1.47
600586	金晶科技	增持	2.77	0.05	0.12	0.13	50.48	24.04	20.90	0.95
002623	亚玛顿	增持	14.27	0.50	0.07	0.08	28.82	192.11	174.65	1.03
002066	瑞泰科技	增持	7.36	0.07	0.10	0.11	98.36	76.84	69.86	3.90
300160	秀强股份	买入	3.45	-0.39	0.21	0.23	-8.77	16.37	14.88	2.08
000786	北新建材	买入	22.68	1.46	0.32	1.77	15.54	70.63	12.84	2.84
600176	中国巨石	买入	9.51	0.68	0.58	0.68	14.03	16.51	13.99	2.20
603601	再升科技	买入	6.81	0.23	0.25	0.33	30.11	27.37	20.78	3.46
002080	中材科技	买入	9.65	0.56	0.81	0.98	17.34	11.96	9.88	1.42
300196	长海股份	买入	9.38	0.63	0.73	0.84	14.80	12.87	11.16	1.48
002271	东方雨虹	买入	23.91	1.02	1.40	1.73	23.52	17.05	13.86	3.85
002372	伟星新材	买入	11.89	0.62	0.68	0.81	19.12	17.38	14.73	5.20
300599	雄塑科技	买入	10.08	0.67	0.80	0.99	15.02	12.63	10.13	1.99
002641	永高股份	增持	4.56	0.22	0.40	0.44	20.93	11.32	10.29	1.60
002791	坚朗五金	买入	29.15	0.54	1.07	1.43	54.45	27.23	20.35	3.24
603737	三棵树	买入	83.75	1.19	2.15	2.92	70.16	38.98	28.66	10.09
002798	帝欧家居	买入	22.92	0.99	1.46	1.83	23.18	15.66	12.50	2.54
603826	坤彩科技	买入	15.78	0.39	0.35	0.47	40.98	45.53	33.48	5.39
002718	友邦吊顶	买入	16.86	0.79	0.60	0.63	21.23	28.30	26.95	1.83
000910	大亚圣象	买入	12.68	1.31	1.41	1.56	9.69	8.97	8.15	1.48
002043	兔宝宝	买入	7.08	0.43	0.45	0.51	16.58	15.79	13.97	3.28
002398	垒知集团	增持	5.75	0.36	0.57	0.70	15.98	10.12	8.16	1.45

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032