

# 建筑材料行业

## 2020 年投资策略：赛道优势明显，需求有亮点

### 核心观点：

**消费建材：**行业需求有望回暖，格局重塑带来增长弹性。从地产节奏来看，2020 年竣工将趋势性回升，我司地产小组测算 2019-2021 年实际竣工增速分别为 0.2%、10.4% 和 5.9%，底部拐点在 2019 年 Q3，增速高点在 2020 年 Q3，地产后周期消费建材的需求环境对应趋势性回暖。在精装修渗透率快速提升背景下，消费建材 B 端市场扩容，消费建材采购行为将提前且更加集中，需重点关注细分行业上下游议价能力。我们认为石膏板、建筑涂料、板材和定制家具这三个品类值得重点关注：石膏板行业龙头北新建材走向高端化，定价力提升；建筑涂料行业中，以三棵树为代表的国产品牌正在崛起；板材和定制家具行业中，精装房在改写行业格局。

**玻璃：**基本面存预期差，细分龙头内生增长加速。平板玻璃行业，需求端受益于地产竣工回升；供给端也已出现趋势性好转，一方面行业新建产能趋势性减少且产能置换政策严格执行，未来新建产能将保持低位；另一方面未来 2 年行业处入冷修停产高峰期；旗滨集团重新进入加速扩张期。药用玻璃行业，格局稳定，龙头公司山东药玻优势明显，注射剂一致性评价政策提速将有利于未来中硼硅玻璃瓶销售放量。光伏玻璃行业，光伏行业装机量持续快速增长带动光伏玻璃行业需求持续旺盛；光伏玻璃行业集中度较高，头部效应明显，龙头公司福莱特未来两年产能有望加速扩张。

**玻纤：**行业在筑底，2020 年景气有望回升。从行业来看，展望 2020 年，玻纤行业新增供给比 2019 年少很多，并且很可能净减少；需求方面，综合几个因素至少不会比 2018 年再恶化很多；龙头公司（中国巨石）库存仍偏高，仍需要一定去化时间；玻纤行业景气已在筑底，2020 年存回升可能。从公司来看，中国巨石、泰山玻纤、长海股份在行业内竞争力非常突出，处于头部位置；体现为盈利能力遥遥领先竞争对手，一方面来自资产负债率低（融资能力强、财务费用率低），另一方面来自优秀的经营管控能力和技术/规模优势。

**水泥：**行业高景气延续，核心区域向好。2020 年房地产需求预计边际下降，基建需求稳中有升；考虑到区域差异，主要区域（华南、华北、西北）基建发力明显；上半年需求更有保障，下半年主要变数还是来自房地产端（主要看房地产新开工下降幅度），总需求大幅下行风险很小。2020 年，行业整体新增供给仍然较少，局部地区虽有压力（云南、江西、福建）但不影响核心区域。错峰生产和大企业竞合关系保持不变。行业供给优势将继续体现。综合供需关系，预计水泥价格仍将保持高位震荡态势，尤其是上半年。

**投资策略：**把握需求主线，精选细分赛道。我们认为 2020 年有三条行业主线，一是房地产竣工趋势性回升，二是玻纤供给面好转，三是基建增速向上修复。结合行业格局和公司内生增长来看，我们看好四条主线，一是消费建材的北新建材、三棵树、兔宝宝和平板玻璃的旗滨集团；二是玻纤行业的长海股份、中国巨石、中材科技；三是药用玻璃龙头山东药玻，关注光伏玻璃龙头福莱特；四是年底到 2020 年一季度水泥行业的机会，海螺水泥和冀东水泥。

**风险提示：**宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，公司管理经营风险。

### 行业评级

持有

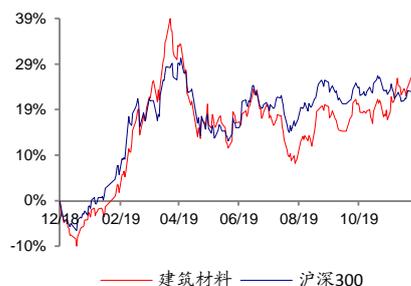
前次评级

持有

报告日期

2019-12-15

### 相对市场表现



### 分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

### 分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

建筑材料行业:环巢湖区突发 2019-12-01

环保整治致四家水泥企业停产超预期

建筑材料行业:水泥价格创新高，地产竣工趋势性回暖 2019-11-24

建筑材料行业:美国建筑涂料行业研究及对中国的启示 2019-11-18

联系人：李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	48.85	2019/12/14	买入	52.92	6.27	5.88	7.79	8.31	4.64	4.56	24.5	20.0
海螺水泥	00914.HK	HKD	53.30	2019/12/14	买入	57.74	6.27	5.88	8.50	9.06	4.64	4.56	24.5	20.0
华新水泥	600801.SH	RMB	21.95	2019/10/27	买入	23.98	3.26	2.84	6.73	7.73	3.89	4.03	32.4	24.1
旗滨集团	601636.SH	RMB	4.70	2019/12/8	买入	5.50	0.49	0.55	9.59	8.55	5.41	4.46	16.1	16.4
山东药玻	600529.SH	RMB	25.86	2019/10/23	买入	29.70	0.78	0.99	33.15	26.12	20.94	16.18	11.1	12.4
中国巨石	600176.SH	RMB	10.00	2019/10/23	买入	10.44	0.58	0.65	17.24	15.38	10.66	9.52	12.6	12.3
中材科技	002080.SZ	RMB	9.71	2019/10/22	买入	14.85	0.84	0.99	11.56	9.81	8.35	6.99	12.1	13.0
长海股份	300196.SZ	RMB	9.87	2019/10/28	买入	11.25	0.73	0.84	13.52	11.75	7.52	6.16	11.2	11.4
东方雨虹	002271.SZ	RMB	23.91	2019/10/28	买入	26.79	1.41	1.77	16.96	13.51	11.00	8.46	21.4	21.6
三棵树	603737.SH	RMB	82.75	2019/12/14	买入	93.30	2.19	3.11	37.79	26.61	25.10	17.62	23.9	27.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	12.14	2019/8/11	买入	19.32	0.84	0.97	14.45	12.52	13.91	12.04	28.7	31.6
北新建材	000786.SZ	RMB	23.43	2019/12/14	买入	26.85	0.22	1.79	106.50	13.09	12.99	10.52	2.7	19.4
帝欧家居	002798.SZ	RMB	22.74	2019/8/11	买入	27.60	1.38	1.77	16.48	12.85	9.37	7.33	14.6	16.3
兔宝宝	002043.SZ	RMB	7.05	2019/10/30	买入	7.50	0.46	0.57	15.33	12.37	10.17	8.16	17.7	18.0
冀东水泥	000401.SZ	RMB	15.00	2019/10/27	买入	24.37	2.20	2.74	6.82	5.47	4.09	2.86	19.7	19.0
祁连山	600720.SH	RMB	10.89	2019/10/21	买入	12.72	1.53	1.67	7.12	6.52	4.17	3.52	16.8	17.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 海螺水泥 H 股收盘价和合理价值单位为港元。

## 目录索引

一、消费建材：行业需求有望回暖，格局重塑带来增长弹性.....	7
（一）2020 年地产竣工有望趋势性回升，消费建材需求环境回暖.....	7
（二）精装修渗透率持续提升带来消费建材业务模式变化.....	9
（三）石膏板行业：龙头公司走向高端化，带来定价力提升.....	13
（四）建筑涂料：以三棵树为代表的国产品牌崛起.....	14
（五）板材和定制家具：精装房在改写行业格局.....	16
二、玻璃：基本面存预期差，细分龙头内生增长加速.....	18
（一）平板玻璃供需存预期差，旗滨集团重新进入快速扩张期.....	18
（二）中硼硅玻璃需求放量值得期待，山东药玻持续增长可期.....	22
（三）光伏玻璃需求继续高景气，福莱特加速布局.....	24
三、玻纤：行业在筑底，2020 年景气有望回升.....	27
四、水泥：行业高景气延续，核心区域向好.....	31
（一）2019 年复盘：行业整体延续高景气，区域有分化.....	31
（二）2020 年展望：供需仍将稳定，核心区域向好.....	35
五、投资策略：把握需求主线，精选细分赛道.....	41
六、风险提示.....	41

## 图表索引

图 1: 房地产销售面积增速和竣工面积增速 .....	7
图 2: 拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况 .....	8
图 3: 销售预测竣工规模 (亿平) 及增速 .....	8
图 4: 伟星新材收入增速和房地产竣工面积增速 .....	8
图 5: 北新建材收入增速和房地产竣工面积增速 .....	8
图 6: 全国精装修/全装修政策颁布数量及变化 .....	9
图 7: 中国精装修房屋套数及占比 .....	9
图 8: 拟在建住宅 (含住宅) 项目装修类型结构 .....	9
图 9: 精装修房占当期竣工住宅套数比例 .....	10
图 10: 2018 年各地在建房屋全装修比例 .....	10
图 11: 2018 年精装修商品住宅配套规模及变化 .....	11
图 12: 地产产业链中的建材家居 .....	12
图 13: 消费建材各细分子行业公司现金流状况、盈利能力和周转率水平 .....	13
图 14: 北新建材销量、收入增速和房地产竣工增速 .....	14
图 15: 北新建材毛利率、营业利率和销量同比增速 .....	14
图 16: 涂料品牌百度搜索指数 .....	15
图 17: 2018 年全装修配套部品配置率 .....	16
图 18: 2018 年定制家居公司大宗业务收入及占比 .....	16
图 19: 裕丰汉唐业务布局城市 .....	16
图 20: 裕丰汉唐公司近两年盈利情况 .....	16
图 21: 裕丰汉唐不断拓展大型地产商客户 .....	17
图 22: 平板玻璃价格和房地产竣工增速 .....	18
图 23: 玻璃价格和冷修量 .....	20
图 24: 玻璃行业新增产能 .....	20
图 25: 玻璃行业净新增产能和产能冲击率 .....	21
图 26: 浮法玻璃前十公司产能及市占率 .....	21
图 27: 旗滨集团收入和利润增速 .....	21
图 28: 2017 年注射剂玻璃瓶销量占比最高 (70%) .....	23
图 29: 2017 年中硼硅玻璃瓶和低硼硅玻璃瓶、钙钠玻璃瓶价格差异 .....	23
图 30: 我国注射剂包材以低硼硅、钠钙玻璃为主 .....	23
图 31: 2017 年美国各类注射剂包材占比 .....	23
图 32: 2017 年市场格局一览 .....	24
图 33: 全球和中国新增光伏装机容量 (GW) .....	25
图 34: 光伏玻璃产能变化情况 .....	25
图 35: 2017 年以来光伏原片和镀膜玻璃均价 .....	25
图 36: 2018 年主要光伏玻璃公司产能占比 .....	26
图 37: 2400texSMC 合股纱价格 .....	27
图 38: G75 电子纱价格 .....	27
图 39: 中国巨石存货周转天数 .....	27

图 40: 长海股份存货周转天数 .....	27
图 41: 中材科技风电叶片销量及增速 .....	29
图 42: 全国汽车产量及增速 .....	29
图 43: 欧美制造业 PMI 已处于较低位置 .....	30
图 44: 主流玻纤企业资产负债率情况 .....	30
图 45: 主流玻纤企业吨净利情况 .....	30
图 46: 2011-2019 年 10 月全国水泥产量累计同比 .....	31
图 47: 2011 年至今全国水泥均价 .....	31
图 48: 2011-2019 年 10 月全国新开工面积累计同比 .....	31
图 49: 2011-2019 年 10 月全国施工面积累计同比 .....	31
图 50: 2011-2019 年 10 月全国基建固投累计同比 .....	32
图 51: 2002-2019 年全国新增熟料产能 .....	32
图 52: 全国各省市错峰限产天数一览 (天) .....	33
图 53: 2015-2019 年山东、河南省错峰限产天数 .....	33
图 54: 2008-2019 年山东、河南及全国水泥均价 (元/吨) .....	33
图 55: 2011-2019 年 10 月长三角水泥产量累计同比 .....	34
图 56: 2017 年至今长三角水泥均价 (元/吨) .....	34
图 57: 2011-2019 年 10 月甘肃水泥产量累计同比 .....	34
图 58: 2017 年至今陕甘水泥均价 (元/吨) .....	34
图 59: 2011-2019 年 10 月两广水泥产量累计同比 .....	34
图 60: 2017 年至今两广水泥均价 (元/吨) .....	34
图 61: 2011-2019 年 10 月贵州水泥产量累计同比 .....	35
图 62: 2017 年至今贵州水泥均价 (元/吨) .....	35
图 63: 2019 年全国新增产能分区域分布 .....	35
图 64: 预计 2019-2021 年全国新增熟料产能情况 .....	36
图 65: 2020 年全国新增产能分区域分布 .....	36
图 66: 截止 2019 年 6 月 13 日 2500t/d 及以下规模生产线归属 (亿吨) .....	39
图 67: 截止 2019 年 6 月 13 日 2000t/d 及以下规模生产线归属 (万吨) .....	39
图 68: 财政支出项下的农林水支出、交通运输仓储等口径与基建分项具有较高重合度 .....	40
图 69: 新增专项债资金募集用途 .....	40
图 70: 央企订单领先基建增速 1-3 个月 .....	40
图 71: 各省份 19Q3 新增专项债同环比变化情况 .....	41
表 1: 根据房天下数据整理精装修占比情况 (单位: 套) .....	10
表 2: 地产 500 强首选涂料供应商品品牌排行榜 .....	15
表 3: 平板玻璃行业产能政策 .....	19
表 4: 2010-2014 年新建玻璃产线冷修情况 .....	20
表 5: 旗滨集团产业链延伸项目 .....	22
表 6: 福莱特产能情况 .....	26

表 7: 2018 年玻纤行业新增产能情况.....	28
表 8: 2019 及 2020 年玻纤预计新增产能情况 .....	29
表 9: 全国产能指标统计 (万吨) .....	36
表 10: 长三角地区拟在建产能情况.....	37
表 11: 江西地区拟在建产能情况.....	37
表 12: 两广地区拟在建产能情况.....	38
表 13: 云南省水泥熟料产能拟在建项目进度情况 .....	38

建材的细分子行业主要有水泥、消费建材、玻璃、玻纤，我们分别对其2020年情况进行分析。

## 一、消费建材：行业需求有望回暖，格局重塑带来增长弹性

### （一）2020年地产竣工有望趋势性回升，消费建材需求环境回暖

从房地产开发流程来看，“拿地—新开工—预售—竣工交付”是依次发生的，由于房屋销售大多为期房（2018年，期房销售占比82%），所以在确认了销售后，相对应一定时间后才确认竣工（交房）行为。从过去三轮的销售-竣工周期中，都出现了前半段销售增速大于竣工数据，后半段竣工增速会持续超过销售增速的规律。2006年以来第一轮房地产周期，竣工滞后销售约20个月；第二轮房地产周期，竣工滞后销售约24个月；第三轮房地产周期，竣工滞后销售约15个月。

本轮周期，有两个特点，一是从销售端来看，本轮地产景气周期持续时间很长；从2015年到2018年持续了4年保持增长态势，2019年1-10月份销售面积累计增速0.1%，仍是正增长。

二是竣工滞后销售时间长；从2015年到现在为止，竣工增速一直低于销售增速，持续了4年多时间，显示有大量已销售未竣工交付部分，由于已销售未竣工部分存在销售合同的刚性约束，竣工终究会回升到和销售对应的水平。竣工和销售的滞后时间拉长有行业原因：其一，现房销售比例逐步下降，期房销售占比则逐年增长；其二，三四线城市销售占比逐年提升，尤其是本轮景气周期中，主要是三四线城市景气度高，在我国的商品房预售制度中，三四线的预售条件要略低于一二线城市的平均水平，三四线占比的提升也将提高当年销售商品房的整体建造时间；其三，商品房住宅精装修比例在逐年提升，拉长了从销售到竣工所需的时间。

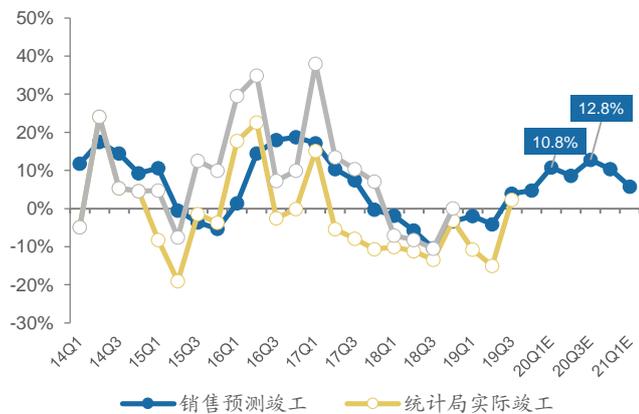
图1：房地产销售面积增速和竣工面积增速



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

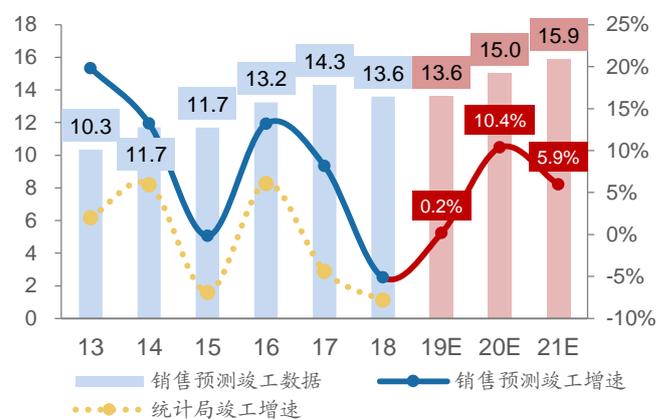
根据国家统计局数据，2019年1-10月全国地产竣工面积同比增速-5.5%，降幅较1-9月收窄3.0个百分点，8、9、10三个月单月竣工增速分别为2.79%、4.81%、19.22%，连续三个月回正，10月单月竣工增速为2016年8月份以来最高，地产竣工周期很可能处于底部回升的阶段；根据我司地产小组测算（详见报告《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》），预计2019-2021年实际竣工增速分别为0.2%、10.4%和5.9%，底部拐点在2019年Q3，增速高点在2020年Q3。2020年竣工将趋势性好转，有望成为2020年建材行业最重要的基本面主线和投资线索。

图2：拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

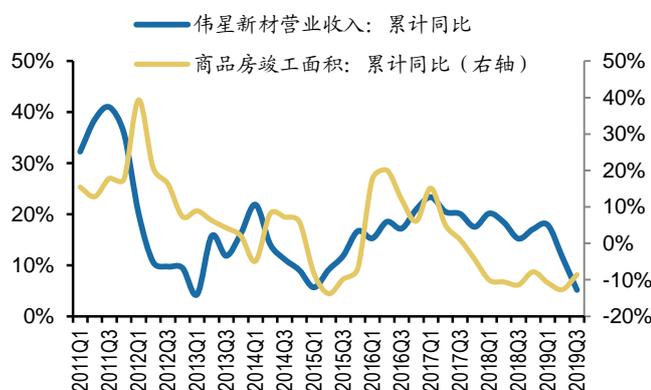
图3：销售预测竣工规模（亿平）及增速



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

竣工的趋势性向好，地产后周期消费建材的需求环境也将趋势性回暖。正常情况下，竣工交付后马上进入装修环节，尤其是硬装需求比较刚性，从而带动消费建材的需求。从历史经验来看，我们选取了上市时间最长的北新建材和伟星新材为例，两者收入增速和房地产竣工面积增速保持较强的正相关关系。

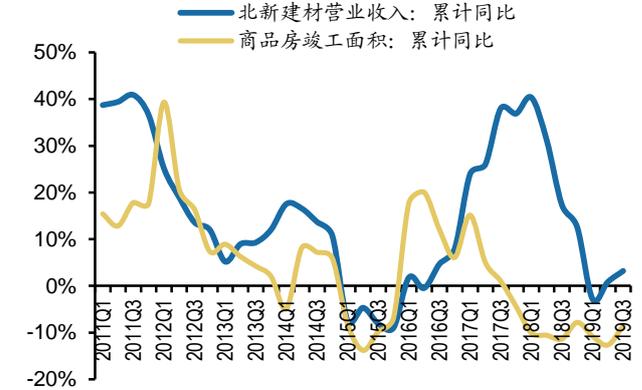
图4：伟星新材收入增速和房地产竣工面积增速



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

注：伟星新材2019年收入数据和竣工数据有背离，主要来自精装修房占比提升

图5：北新建材收入增速和房地产竣工面积增速



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

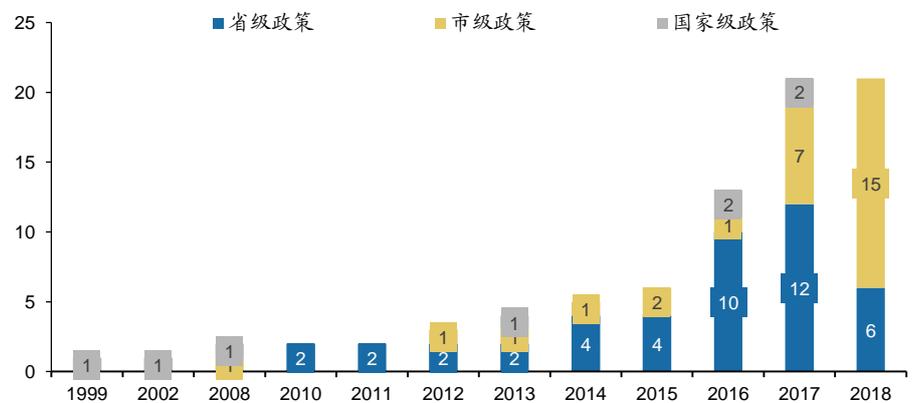
注：北新建材2017年收入数据和竣工数据有背离，主要来自行业供给侧改革、上游原材料价格大涨导致的提价因素

## (二) 精装修渗透率持续提升带来消费建材业务模式变化

### 1. 精装修渗透率快速提升，消费建材B端市场扩容

2016年国家和地方政府开始加速推出全装修相关政策，2017年5月发布的《建筑业发展十三五规划》提出到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，此外各省、市政府也对辖区内的建筑业交房标准提出了要求。根据奥维云网统计，自2016年起，国家和各省市政府密集推出精装修/全装修政策，2016年、2017年、2018年分别出台13条、21条、21条政策，这些政策大多对全装修的比例有要求，如海南省要求自2017年7月1日起各市县商品住宅项目要全部实行全装修，四川省要求到2020年新建住宅全装修达到50%。

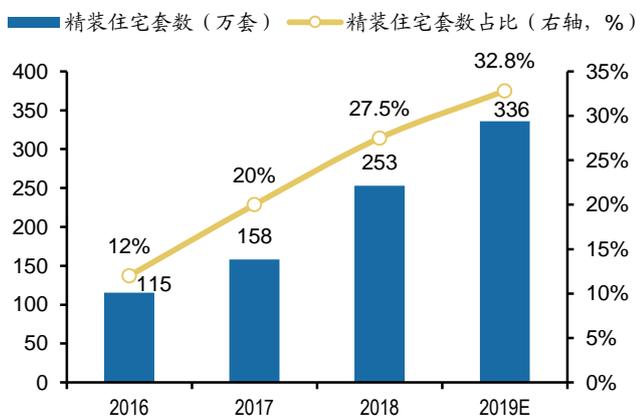
图6：全国精装修/全装修政策颁布数量及变化



数据来源：奥维云网（AVC）地产大数据，广发证券发展研究中心

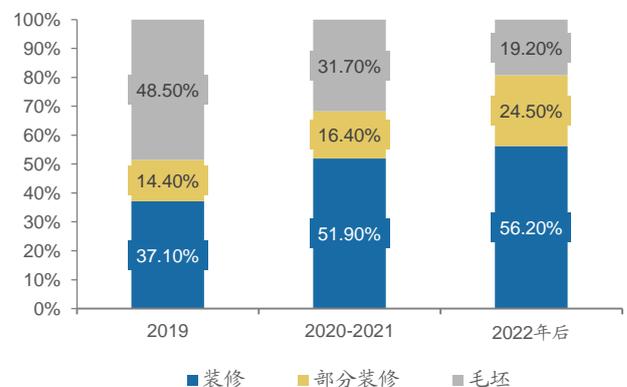
至于目前精装房占比有多大，不同口径得出的结论不一样；一是，根据奥维云网数据，2018年全装修交付住宅套数约为253万套，占比约27.5%，2019年上半年完成全装修交付住宅套数148万套，预计2019年将提前完成30%全装修比例的目标，2019年拟在建住宅中装修和部分装修住宅占比51.5%，2022年将上升至80.7%。

图7：中国精装修房屋套数及占比



数据来源：奥维云网（AVC）地产大数据，广发证券发展研究中心

图8：拟在建住宅（含住宅）项目装修类型结构



数据来源：奥维云网（AVC）地产大数据，广发证券发展研究中心

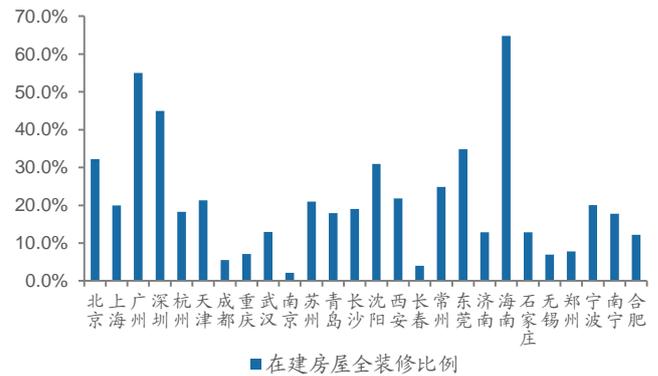
二是根据全联房地产商会数据，2017年竣工住宅项目中精装修占比为15%，预计这个指标在2020年会提高到20%，统计的在建房屋中，精装修比例为21.1%，其中一线城市占比为38%，二线城市占比为14.3%。

图9：精装修房占当期竣工住宅套数比例



数据来源：全联房地产商会，广发证券发展研究中心

图10：2018年各地在建房屋全装修比例



数据来源：全联房地产商会，广发证券发展研究中心

三是根据我司地产小组的报告，用房天下数据进行了在售房源装修情况摸底，一二线城市共382套房源，装修比例高达52%。

表1：根据房天下数据整理精装修占比情况（单位：套）

城市	毛坯房数量	非毛坯房数量	样本总数	装修比例 (%)
北京	30	42	72	58%
上海	43	30	73	41%
深圳	18	32	50	64%
杭州	30	20	50	40%
武汉	45	30	75	40%
成都	18	44	62	71%
总计	184	198	382	52%

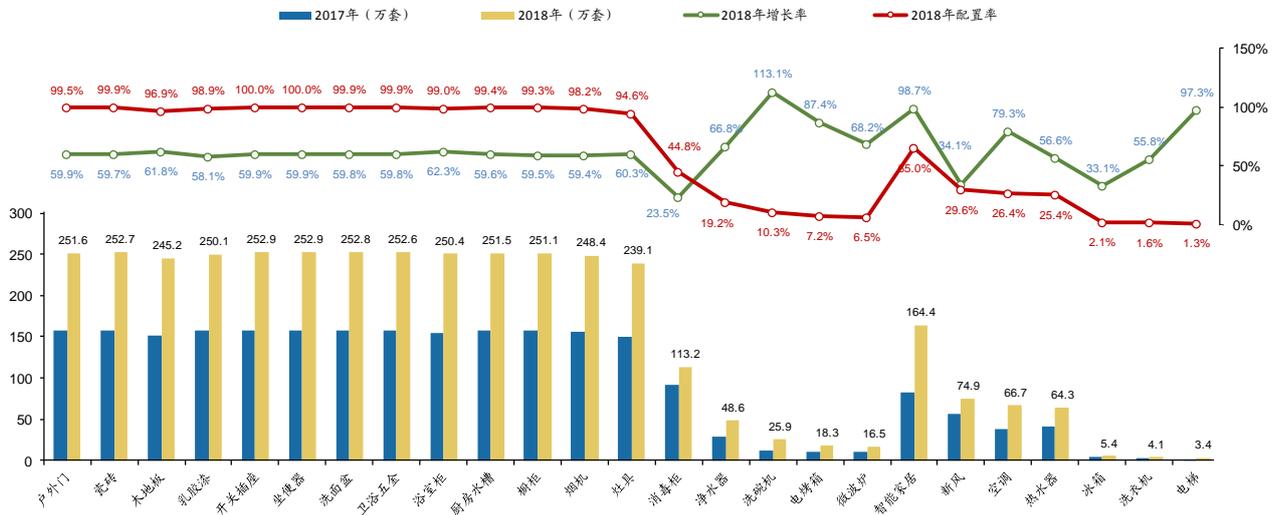
数据来源：房天下数据整理，广发证券发展研究中心

不管哪种数据口径，精装修房渗透率快速提升的趋势都是一致的。

精装修渗透率提升将带来下游装修建材采购模式发生变化。根据2018年住建部颁布《装配式建筑评价标准》的定义，全装修是指“建筑功能空间的固定面装修和设备设施安装全部完成，达到建筑使用功能和性能的基本要求”。目前精装修房屋还没有统一的交付标准，但根据定义，若需达到建筑使用功能和性能的基本要求，建材相关产品的配置要求理论上应该不可缺少。根据奥维云网统计，精装修房屋中不同产品如建材、轻工、家电等配置率并不相同，其中硬装部分的建材产品的配置率

最高，基本在95%以上。这样装修材料的采购方从个人业主或工长或家装公司转向开发商，B端市场占比快速提升。

图11：2018年精装修商品住宅配套规模及变化



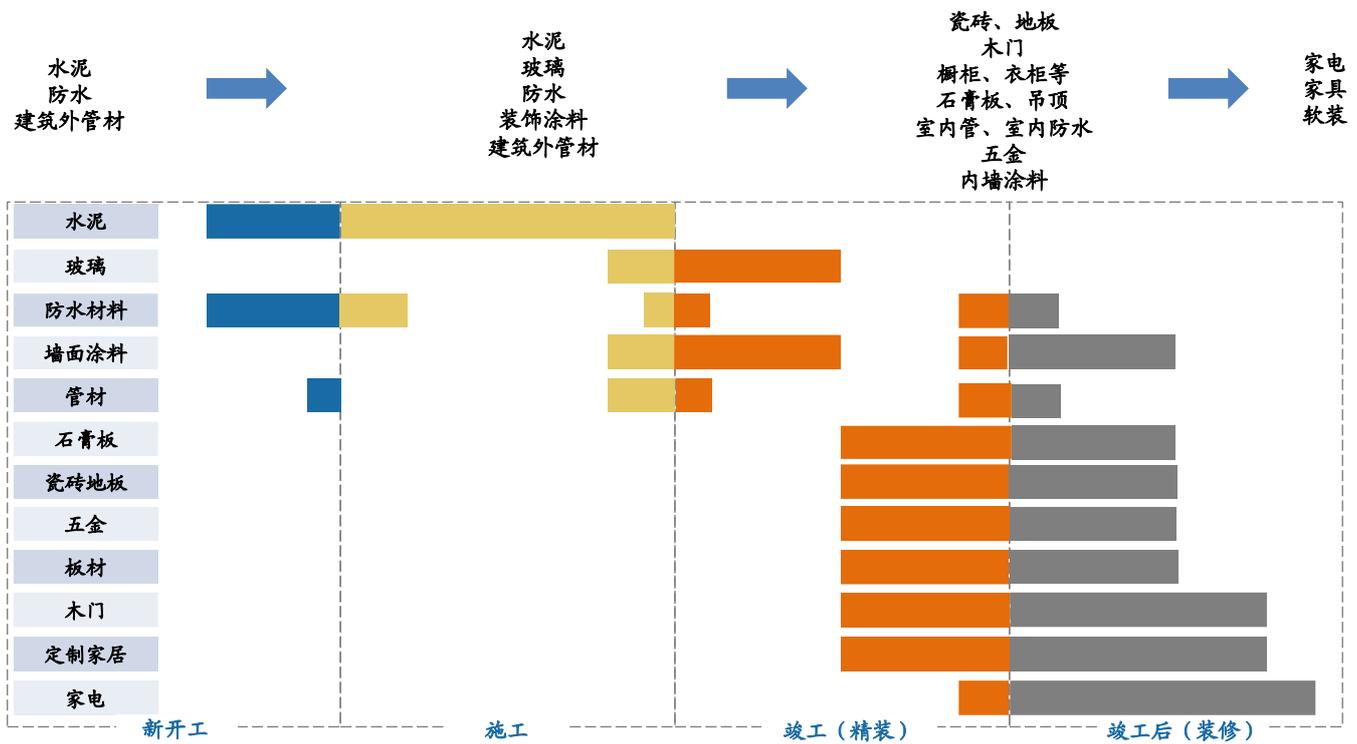
数据来源：奥维云网（AVC）地产大数据，广发证券发展研究中心

## 2. B端化带来的两个变化

精装修渗透率快速提升带来采购行为B端化，使得消费建材的业务模式也会出现变化。

一是消费建材采购行为将提前且更加集中。毛坯房交付，交付后业主方会根据自身需求来决定什么时候装修，装修相对于竣工交付有一定滞后时间，从而消费建材的需求也将有所滞后；精装房交付，装修时间将提前，和竣工基本保持同步，采购也将更加集中。

图12: 地产产业链中的建材家居



数据来源：广发证券发展研究中心

二是消费建材企业议价能力将减弱。毛坯房交付，厂商对面的是“小”的业主或工长或家装公司，且业主的意见（多对品质和品牌敏感）起到很大作用，厂商的议价能力强；精装房交付，厂商对面的是“大”的开发商，业主只能被动接受，而开发商更加追求性价比，厂商的议价能力变弱。由于不同品类，行业格局、品牌关注度、进入壁垒等不一样，使得不同品类的厂商议价能力也不一样。我们通过对各消费建材细分子行业的3个维度财务指标（盈利能力、运营周转率和现金流状况），来衡量其相对下游的议价能力；可以看到石膏板企业对下游的议价能力最强，因其格局高度集中，北新建材一家独大；管材次之，主要由于行业集中度相对较高，同时伟星新材专注于零售市场（议价能力较强）；然后是建筑涂料，SKU多有定制属性，建筑涂料的质量和性能容易被消费者感知，且外墙涂料是面子工程容易受地产商较重视，因此地产商会更倾向于选择产品质量更好、品牌力更强的建筑涂料，厂商相对下游议价能力较强，同时对上游的议价能力也较强；再次之是瓷砖，瓷砖产品比较同质化，终端消费者更看重装饰性能，品牌力偏弱，不过2B业务能提升瓷砖厂商库存周转率，同时规模扩大后能提升对上游议价能力；最后是防水和五金。

从议价能力和行业格局变化的角度，我们认为石膏板、建筑涂料、板材和定制家具这三个品类值得重点关注。

图13: 消费建材各细分行业公司现金流状况、盈利能力和周转率水平

指标	时间	石膏板	防水		建筑涂料		瓷砖		管材			五金
		北新建材	东方雨虹	科顺股份	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	帝欧家居	伟星新材	永高股份	中国联塑	坚朗五金
经营现金流/净利润	2018	1.12	0.67	-1.07	1.20	1.36	0.76	0.16	0.98	1.70	1.80	0.19
	2019Q3	/	-1.30	-0.36	-0.12	1.51	2.83	0.66	0.79	0.93	0.72	-0.69
	16-18三年平均	1.14	0.42	-0.06	0.97	0.53	0.99	0.88	1.19	1.78	1.25	0.30
毛利率	2018	35.3%	34.6%	31.4%	40.0%	29.5%	36.8%	35.0%	46.8%	23.6%	26.2%	38.0%
	2019Q3	34.6%	36.5%	33.7%	39.1%	33.4%	36.7%	35.9%	46.8%	25.1%	28.7%	40.3%
	16-18三年平均	35.6%	38.3%	39.7%	42.0%	32.4%	35.9%	32.1%	46.7%	24.7%	26.3%	39.0%
营业利润率	2018	24.1%	12.9%	7.2%	7.9%	4.8%	13.0%	10.1%	25.5%	5.6%	13.6%	5.0%
	2019Q3	21.6%	15.1%	9.8%	8.8%	5.4%	13.7%	11.8%	26.3%	8.5%	15.5%	8.7%
	16-18三年平均	23.1%	14.2%	13.7%	7.9%	8.6%	12.1%	9.9%	24.5%	5.6%	13.6%	7.5%
应收账款周转率	2018	58.74	2.62	2.17	4.59	2.29	4.62	4.72	14.95	5.30	10.79	3.29
	2019Q3	26.82	2.52	2.31	3.47	2.12	4.79	2.98	11.11	4.90	8.82	2.49
	16-18三年平均	49.47	2.56	2.07	5.48	2.66	4.50	4.86	14.61	5.40	11.38	3.85
应付账款周转率	2018	9.52	4.27	2.24	2.49	2.47	2.17	4.20	9.65	3.60	5.63	4.06
	2019Q3	7.35	4.07	2.39	2.44	2.05	1.82	2.76	10.52	3.72	4.12	4.28
	16-18三年平均	7.81	5.64	2.16	2.97	2.79	2.53	10.05	8.91	3.60	5.53	4.79
存货周转率	2018	6.40	4.99	8.13	9.51	8.16	2.53	7.20	4.10	4.55	5.19	2.98
	2019Q3	5.98	5.04	8.15	8.43	9.84	2.41	5.53	3.14	4.13	4.16	3.00
	16-18三年平均	5.36	5.57	6.96	9.94	8.53	2.46	4.62	4.10	4.55	5.11	3.15
营运资本周转率	2018	4.21	3.31	2.31	33.76	2.06	1.81	4.95	2.45	7.56	8.12	1.97
	2019Q3	6.65	3.84	2.37	0.00	3.09	1.94	5.44	2.12	6.14	9.61	2.44
	16-18三年平均	4.78	3.23	2.65	29.62	3.02	5.27	2.38	2.50	8.10	8.53	1.89

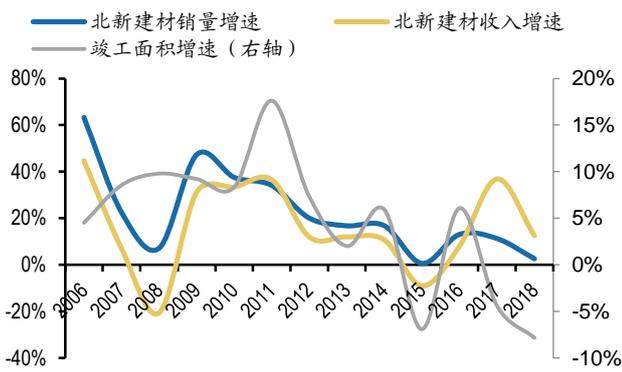
数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 石膏板行业: 龙头公司走向高端化, 带来定价力提升

石膏板行业格局已经高度集中, 龙头公司北新建材市场占有率达到60%, 定价能力持续在增强, 我们可以从公司财务数据上清晰看到。2007年以来, 石膏板行业共经历了三次需求低谷, 分别是2008年、2015年、2018年, 但是三次需求低谷期对应的北新建材毛利率和营业利润率却持续在提升, 反映了公司定价权增强, 周期性减弱。

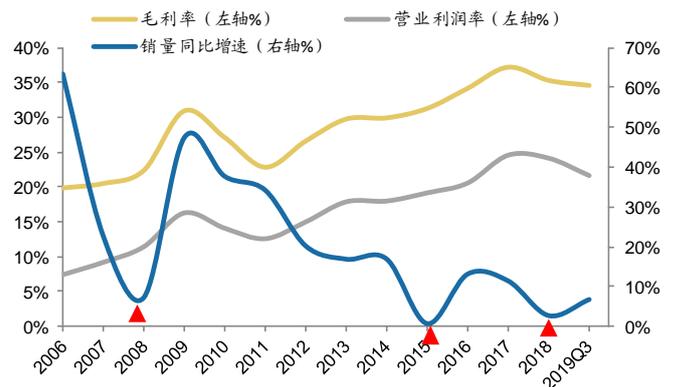
公司的定价能力体现在产品结构升级带来产品均价趋势性上升。2018年公司开始对“泰山牌”重新定位(新泰山牌), 从中端往高端提升, 并持续提升占比; 我们认为公司已经具备了这种基础: 一是从产品品质来看, 石膏板质量的差异主要由护面纸、石膏芯、单位面积重量、纵向和横向断裂强度来决定, 从技术参数来看, “泰山牌”石膏板与外资石膏板在质量上没有差距, 而且公司非常注重施工体验, 其产品施工效率更高(石膏板在装修成本中占比低, 材料成本不是敏感因素, 下游客户对施工效率更敏感); 二是从公司竞争策略来看, 过去泰山石膏的主要策略是抢占市场份额, 所有子品牌都定位于“高性价比”的低价策略, 随着公司市占率已经很高, 石膏板的经营策略逐渐转向“高价”策略, 公司为了也加大营销力度和强化经销商关系; 三是从行业环境来看, 消费升级、精装修房占比提升导致集采增加都带来大品牌用量上升, 行业高端需求持续在增加。

图14: 北新建材销量、收入增速和房地产竣工增速



数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 北新建材毛利率、营业利率和销量同比增速



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

#### (四) 建筑涂料: 以三棵树为代表的国产品牌崛起

建筑涂料适合主场作战, 本土优质企业有望弯道超车。建筑内墙涂料需求频次低, 建筑涂料产品品质好坏对用户日常居住有重要影响, 建筑外墙起到主体展示作用, 往往成为购房者第一印象, 开发商也会比较重视产品品质, 品牌属性强, 是典型的耐用消费品; 同时建筑涂料(施工)服务属性强, 不同企业差异化较大; 本土企业有主场作战优势, 有更好的运营经销商土壤。从美国、日本和欧洲的行业经验来看, 都是本土品牌占据核心地位。

2B业务给了国内企业做大规模机会。2B主要体现在外墙业务上, 在2019年中国房地产开发企业500强涂料类首选供应商品牌榜单上, 三棵树和亚士漆仅次于立邦(20%), 和立邦差距很小, 而多乐士在退出工程市场, 国产品牌从工程涂料开始突围。2019年Q3, 三棵树收入增速67%, 亚士创能收入增速52%, 收入规模在迅速扩张, 迅速缩小和立邦的差距。

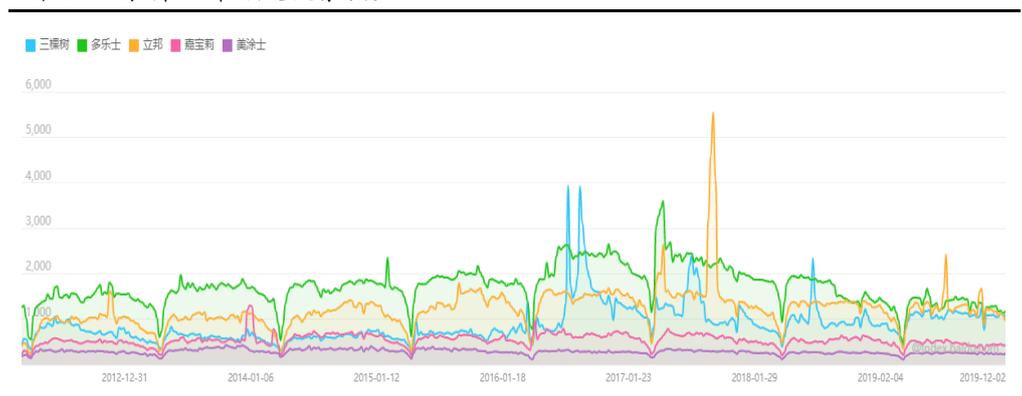
表 2: 地产 500 强首选涂料供应商品牌排行榜

排序	2016		2017		2018		2019	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	20%	立邦	21%	立邦	19%	立邦	20%
2	多乐士专业	17%	三棵树	17%	三棵树	17%	三棵树	19%
3	亚士漆	17%	亚士漆	17%	亚士漆	16%	亚士漆	18%
4	三棵树	17%	多乐士专业	17%	多乐士专业	14%	富恩特	9%
5	富恩特	11%	富恩特	11%	富恩特	11%	固克	9%
6	华润	4%	嘉宝莉	4%	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%
7	PPG-申纽丽	4%	美涂士	3%	固克	5%	美涂士	6%
8	美涂士	2%	PPG-申纽丽	2%	美涂士	5%	多乐士专业	3%
9	巴德士	2%	固克	2%	PPG	2%	巴德士	3%
10	固克	2%	巴德士	1%	巴德士	1%	久诺	2%
总计		96%		95%		96%		97%

数据来源: 中国房地产协会, 广发证券发展研究中心

**三棵树的品牌力在快速提升。**在品牌力方面, 三棵树和立邦、多乐士等仍有一定差距, 不过公司上市以来品牌力明显上升, 一是公司长期注重品牌建设及宣传, 2011-2018年, 广告及宣传费占营收比重始终维持在3%以上水平, 二是公司上市效应和规模效应会促使品牌力加强, 三是公司产品定位一直是偏高端, “马上住”服务体系建立更是树立高端品牌形象。我们可以用百度搜索指数衡量的品牌热度, 三棵树仅次于立邦和多乐士。

图 16: 涂料品牌百度搜索指数

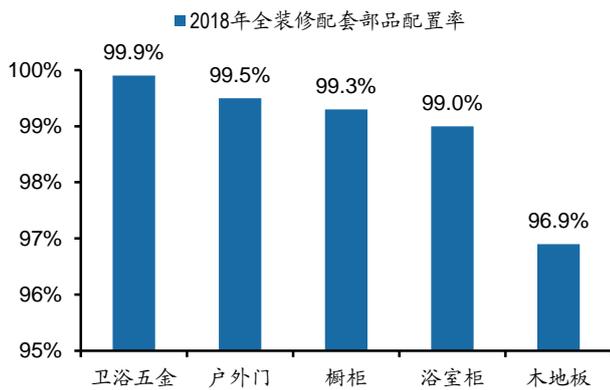


数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

### （五）板材和定制家具：精装房在改写行业格局

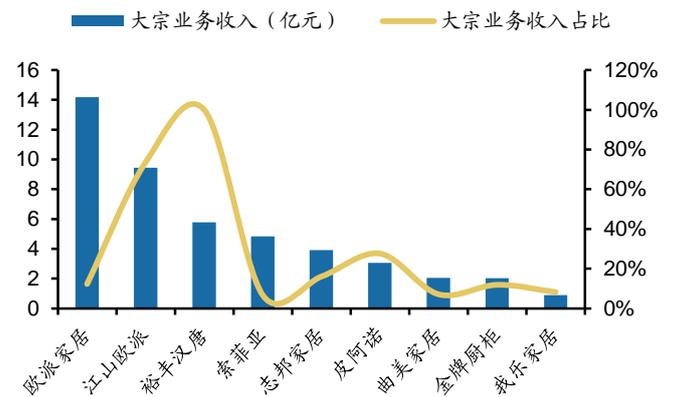
定制家具（包括橱柜、门、地板等）在精装房的全装修配置率非常高，除地板外均达到99%以上，精装房渗透率持续快速提升，将直接提升定制家具B端市场占比，一定程度上压缩零售市场规模，已建立起完善的供应链管理体系和客户基础较好的定制家具企业将显著受益。从现有定制家具类公司工程业务收入来看，2019年，预计只有欧派家居、江山欧派和被兔宝宝收购的裕丰汉唐工程业务收入超过十亿元。

图17：2018年全装修配套部品配置率



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图18：2018年定制家居公司大宗业务收入及占比



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

2019年9月，兔宝宝以7亿元人民币的价格受让原股东持有的青岛裕丰汉唐木业公司70%的股权，承诺在2019年、2020年、2021年三个会计年度实现裕丰汉唐净利润应分别不低于7000万元、10500万元、14000万元。

图19：裕丰汉唐业务布局城市



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图20：裕丰汉唐公司近两年盈利情况

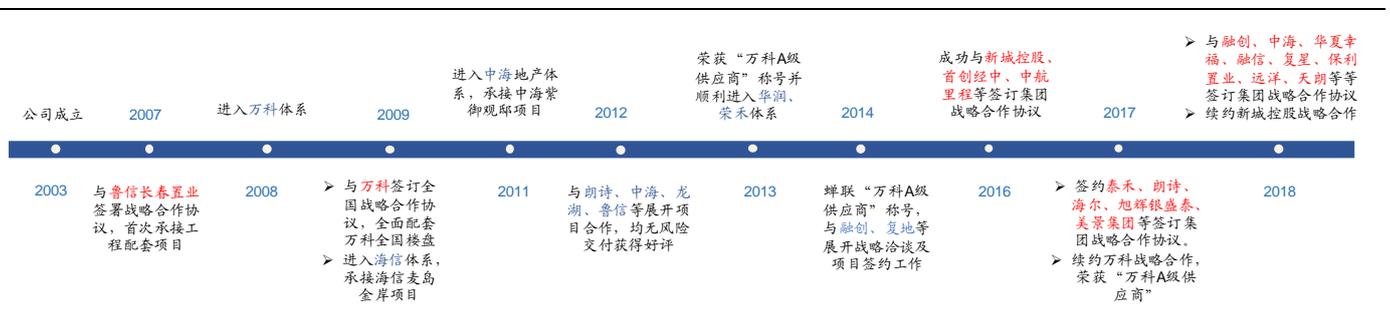
项目 (万元)	2017年	2018年
营业收入	31539	57730
营业收入增速		83.04%
营业成本	27709	39913
利润总额	-4339	6415
净利润	-3597	4850
净利润增速		234.84%
归属母公司净利润	-3567	4934
净利率	-11.40%	8.40%

数据来源：兔宝宝公司公告，广发证券发展研究中心

裕丰汉唐公司以全屋木作类家具定制为核心，自2006年创立以来一直专注于房

地产精装修工程配套业务，提供木作产品设计、生产、安装的一站式服务，在行业内拥有领先地位。裕丰汉唐先发优势明显：供应链管理体系完善，收入规模领先同行，已导入万科、中海、新城、融创等大开发商，是万科橱柜、浴室柜、衣柜、玄关柜A级供应商、装修总承包B级供应商。2016年以来，裕丰汉唐加大和大型房企合作力度，根据公司官网披露，2016年、2017年、2018年分别和不少于3家、5家、8家大型房企签订战略合作协议。兔宝宝收购裕丰汉唐，一方面依托汉唐在房地产全装修业务中多年的累积和兔宝宝的资金优势，协同做大定制成品精装修领域；另一方面依托汉唐在成品领域的生产管理、现场管理和安装服务方面成熟经验和兔宝宝的零售渠道网络和品牌，协同切入定制成品零售领域，增加其定制成品市场竞争力。

图21：裕丰汉唐不断拓展大型地产商客户



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 二、玻璃：基本面存预期差，细分龙头内生增长加速

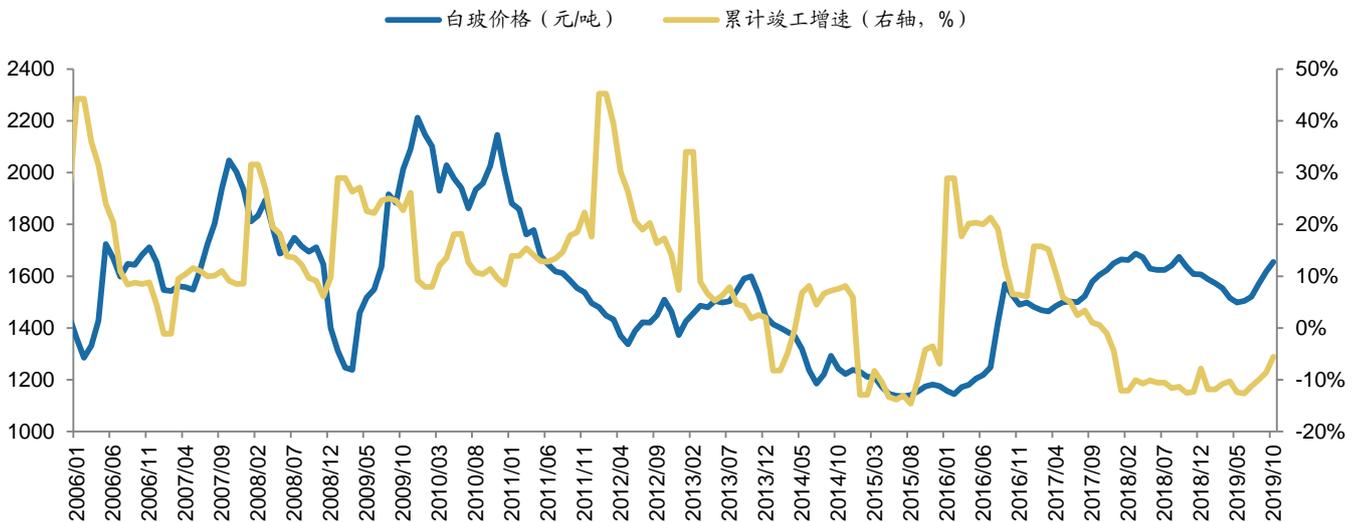
### （一）平板玻璃供需存预期差，旗滨集团重新进入快速扩张期

#### 1. 2019年下半年平板玻璃价格表现超预期，行业供给面有趋势性好转

2019年1-10月全国平板玻璃产量7.76亿重箱，同比增速5.2%（上一年同期增速1.3%）。2019年上半年玻璃库存持续上升，由年初的3195万重箱升至4月份的4528万重箱（年内最高），2019年5月份以来库存及库存天数持续下降，截至11月底，库存降至3768万重箱，略高于年初水平。2018年12月平板玻璃价格为1608元/吨，2019年上半年玻璃价格高位回落，5月份玻璃价格降至1498元/吨，6月份以来，玻璃价格实现连续6个月回升，11月玻璃价格升至1680元，高于去年同期水平；整体来看，下半年市场表现超出预期，一是来自于产能周期的趋势性变化，二是来自竣工需求回暖。

从需求方面来看，玻璃70%以上下游应用于房地产，历史上，玻璃价格走势与地产竣工增速保持较强的正关关系（2017年年末至2018年上半年玻璃价格和竣工增速出现短暂背离，主要是受河北沙河大面积停产的影响），竣工回升有望拉动平板玻璃需求回暖。

图22：平板玻璃价格和房地产竣工增速



数据来源：wind，中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

注：2017年年末至2018年上半年玻璃价格和竣工增速出现短暂背离，主要是受河北沙河大面积停产的影响

从供给方面来看，我们认为玻璃行业供给端已出现趋势性好转，一方面行业新建产能趋势性减少，而且产能置换政策的严格执行，未来新建产能将保持低位；另

一方面未来2年行业处入冷修停产高峰期。

2013年行业新建产能见顶后开始趋势性下降，一是来自企业扩张意愿下降；二是行业政策对新建产能持续收紧；2018年1月发布的《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》规定，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃项目；确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案；位于国家规定的环境敏感区的平板玻璃建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的1.25倍予以核定，其他地区实施等量置换。2018年8月发布的《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，再次严令禁止新增平板玻璃产能。目前行业已经严格禁止纯新增，新建产能必须要已有存量产能等量或减量置换。从行业微观调研情况了解，由于购买置换指标较昂贵且手续繁琐，2020年能确定点火投产（拿到指标）的产线并不多。

表 3：平板玻璃行业产能政策

日期	发布机构	政策名称	政策内容
2014年4月	国务院	《关于印发贯彻实施质量发展纲要2014年行动计划的通知》	对钢铁、水泥、玻璃、陶瓷等高耗能高污染高排放行业严格企业准入和强制退出机制
2014年9月	工信部	《平板玻璃行业准入条件(2014年本)》	2017年底前，严禁建设新增平板玻璃产能的项目。新建、扩建平板玻璃项目应当坚持等量或减量置换；同时，要配套建设处理能力不低于自产玻璃原片（工业玻璃项目除外）50%的玻璃深加工项目；限制新建普通浮法玻璃生产线。不得以发展工业玻璃或在线镀膜玻璃的名义变相新增普通浮法玻璃生产能力。
2016年5月	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间的平板玻璃产能置换，对违规建设严肃查处；严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，依法淘汰落后产能。
2016年8月	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020年）》	以供给侧结构性改革为主线，着力压减过剩产能，严禁备案和新建新增产能项目。
2017年4月	中国建筑玻璃与工业协会	《玻璃工业“十三五”发展指导意见》	化解产能过剩，控制增量，优化存量。使产业规模调至合理范围，平板玻璃产能利用率达80%以上
2018年1月	工信部	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。位于国家规定的环境敏感区的平板玻璃建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的1.25倍予以核定。其他地区实施等量置换。
2018年8月	工信部	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	当前水泥、平板玻璃产能过剩形势依然严峻，责成各地主管部门切实做好禁止新增水泥、平板玻璃产能工作。邢台等地取暖季15%限产变为全年15%限产。

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

同时，我们认为未来2年行业处于冷修停产高峰期，可以从以下几方面验证：

(1) 2010-2014年为行业新建产能投产高峰期，5年累计新建产能94930吨/天，平均每年新建产能18986吨/天，玻璃炉窑正常寿命为7-8年，通常有1-2年调节余地。玻璃价格高企时，很多产线虽可以适当延迟冷修时间，但超过2年仍不冷修则极可能带来较大的安全隐患，而目前新建产能高峰期的产线仍有大部分未进行冷修（2010-2014年新建产能中，未冷修过的生产线产能占比62.6%），所以至少2020-2021年行业处于冷修停产高峰期。

表 4：2010-2014 年新建玻璃产线冷修情况

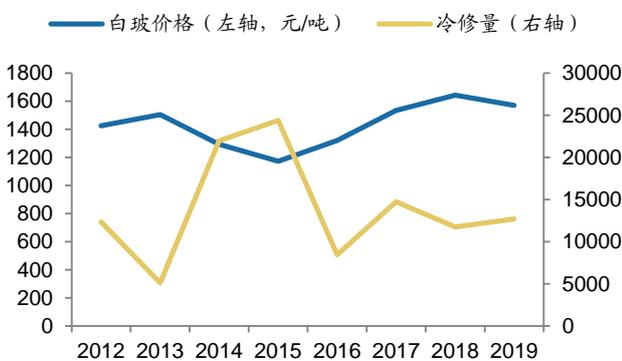
年份	该年新建		该年新建产线中已冷修的			该年新建产线中未冷修的		
	产线(条)	产能(吨/天)	产线(条)	产能(吨/天)	产能占该年新建产能比例	产能(吨/天)	产能占该年新建产能比例	占目前总产能比例
2010	29	18650	18	11550	61.9%	7100	38.1%	3.2%
2011	26	18800	13	9550	50.8%	9250	49.2%	4.1%
2012	20	13800	9	6300	45.7%	7500	54.3%	3.3%
2013	28	22000	6	3650	16.6%	18350	83.4%	8.2%
2014	22	16150	4	2400	14.9%	13750	85.1%	6.1%
合计	125	89400	50	33450	37.4%	55950	62.6%	24.9%

数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

备注：该表只考虑当年新建生产线冷修需求，不考虑已冷修过的生产线的二次冷修需求，因此估算的冷修需求或将低于实际冷修需求。

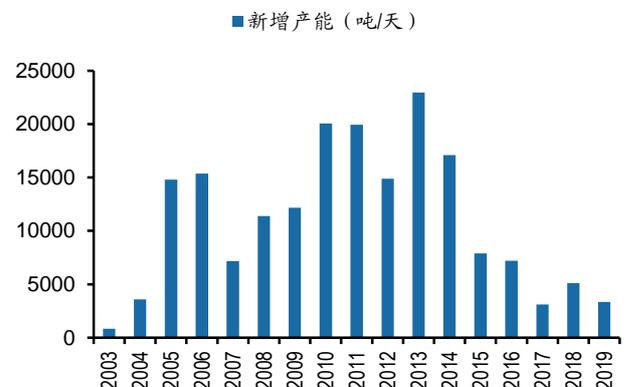
(2) 出于盈利考虑，厂家一般在景气低迷时多停产冷修，在价格高企时推迟冷修；从玻璃价格和冷修量来看，2012-2016年，两者呈现反向变动关系，说明这种逻辑客观存在；但2017-2019年以来，玻璃价格维持在高位，冷修量也一直保持在较高水平，并没有像以前那样随着盈利好转企业推迟冷修，侧面印证目前的冷修量为使用寿命到期、刚性的冷修需求。

图 23：玻璃价格和冷修量



数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

图 24：玻璃行业新增产能

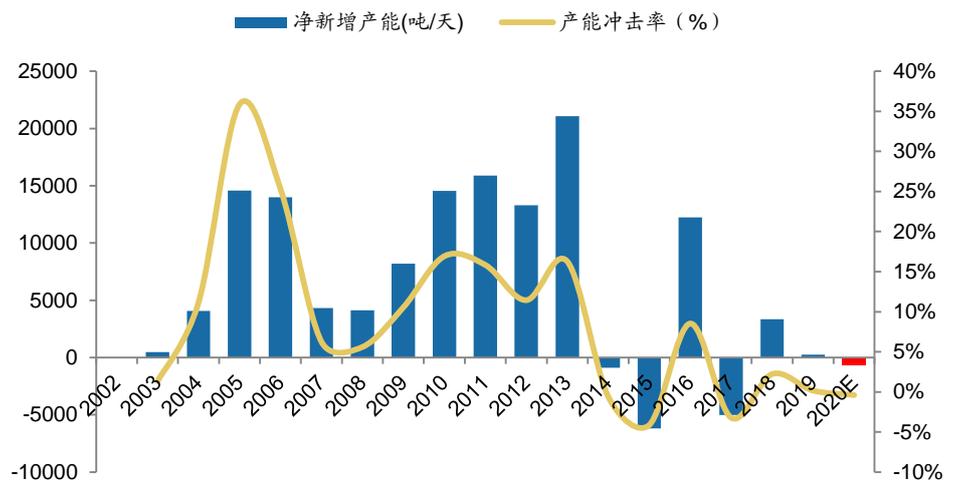


数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

综合这两个变化，具体到2020年行业供给的估算：预计有四条新建生产线能投产，合计新增产能日熔量3700吨/天。预计12条冷修复生产线中均可以复产，合计恢复产能日熔量7000吨/天。预计2020年冷修停产的18条生产线全部为2010年及之前投产或点火，合计产能约11300吨/天，理论上20年均将进行冷修。总体来看，预计明年净新增产能-600吨/天，占目前在产产能的-0.39%，行业供给呈现缩减的态势。

综合供需来看，我们认为玻璃行业2020年供需关系有望继续好转。

图 25: 玻璃行业净新增产能和产能冲击率



数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

## 2. 实施“一体两翼”战略规划，旗滨集团重新进入快速扩张期

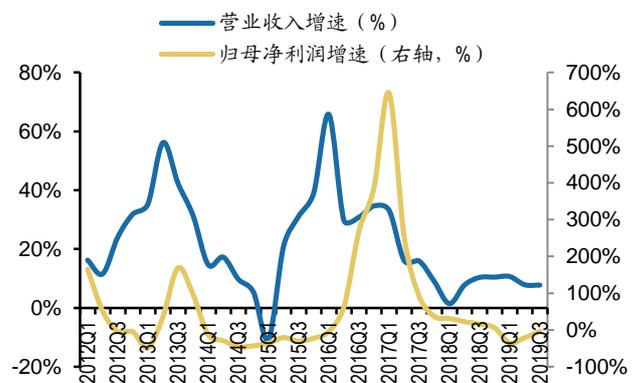
旗滨集团是全国平板玻璃龙头，浮法玻璃产能规模全国居首，行业供需转好公司将充分受益。2019Q3玻璃行业受益于地产竣工开始回暖及沙河冷修，价格环比回升，公司三季度业绩增速明显提速。

图 26: 浮法玻璃前十公司产能及市占率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 27: 旗滨集团收入和利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司内生增长也亮点十足，开始进入新一轮快速扩张期。据公司2019-2024年发展战略规划纲要：从产品逻辑来看，公司将加快发展玻璃深加工（下游一体化）和高端产品布局，提升公司核心竞争力和整体盈利能力；从产能来看，2024年末原片产能规模比2018年增加30%以上、节能玻璃产能规模增加200%以上，公司新建高铝玻璃、中性硼硅玻璃等高端产品产线，规模上开始加速扩张。

同时，为了保障内生增长高效完成，公司实施事业合伙人持股计划（实控人俞其兵先生无偿赠与核心管理层公司股份，参加本持股计划的核心管理层员工总人数不超过50人，首批核心管理层员工共计23名，总体规模不超过10000万股，占总股本3.72%，对公司和个人层面均有业绩或绩效考核要求，公司层面业绩考核要求对应中长期发展目标）及员工持股计划（拟于2019年至2024年滚动实施6期，总规模预计12500万股；2019年实施的第一期员工持股计划规模不超过721.80万股，拟筹资金上限为1371.42万元。参加对象包括公司主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工，总人数不超过416人；股票来源为公司回购专用账户回购的股份；持股计划认购价为1.90元/股；设有公司层面的业绩考核要求和持有人层面的绩效考核要求，根据两个层面的考核情况确定各持有人可归属的标的股票数量），作为长效激励机制，将经营管理团队与公司利益保持一致。这些举措将为公司内生高质量发展提供保障。

表 5：旗滨集团产业链延伸项目

项目	产线	产能
广东节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年
浙江节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年
马来西亚节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年
湖南节能	2条镀膜线	600万m <sup>2</sup> /年
郴州旗滨	3条中空线	95万m <sup>2</sup> /年
	超白浮法	100t/d
醴陵旗滨电子玻璃	高性能电子超薄玻璃生产线	65t/d

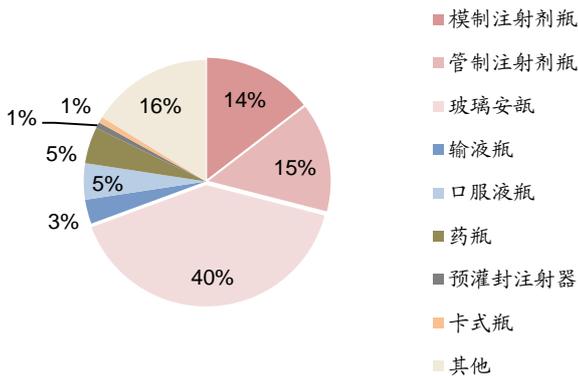
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## （二）中硼硅玻璃需求放量值得期待，山东药玻持续增长可期

药用玻璃从材料来看，可以分为高硼硅玻璃、中硼硅玻璃、低硼硅玻璃以及钠钙玻璃，其最大的差异在于玻璃耐水性，中硼硅玻璃耐水性等级最好（通常也称作I类玻璃），是玻璃药包材中的高端产品。从产品结构来看，以注射剂瓶（包括安瓿

瓶)为主(占比约70%),相比美国,我国注射剂瓶产品低端化明显,以钠钙玻璃和低硼硅玻璃为主,而美国以中硼硅玻璃瓶为主。近期药监局公开征求《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)》、《已上市化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求(征求意见稿)》意见,注射剂一致性评价政策将提速,有利于未来中硼硅玻璃瓶销售放量,带来均价和盈利能力提升。

图28: 2017年注射剂玻璃瓶销量占比最高(70%)



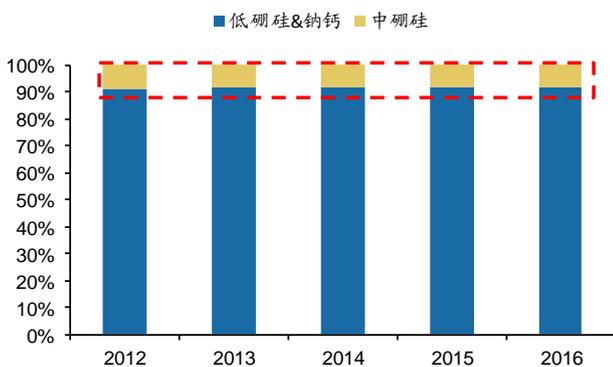
数据来源: 中国医用玻璃网, 广发证券发展研究中心

图29: 2017年中硼硅玻璃瓶和低硼硅玻璃瓶、钙钠玻璃瓶价格差异



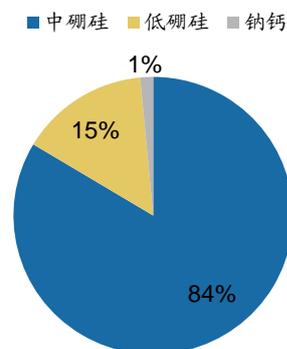
数据来源: Gerresheimer 年报、Presentation, 山东药玻年报, 广发证券发展研究中心

图30: 我国注射剂包材以低硼硅、钠钙玻璃为主



数据来源: 药智数据, PDB 数据库, 广发证券发展研究中心

图31: 2017年美国各类注射剂包材占比



数据来源: USP <660>, CFDA, 药智数据, PDB 数据库, 广发证券发展研究中心; 注: 按注册证比例测算

山东药玻作为行业龙头,无论是规模、产品品类、技术和成本都遥遥领先于竞争对手,而对于下游药企而言,更换上游供应商的试错成本高,客户粘性强,公司护城河宽。同时公司生产技术领先国内同行,已掌握中硼硅模制瓶技术,正在突破中硼硅拉管技术,公司是国内唯一同时拥有中硼硅玻璃模制注射剂瓶、中硼硅玻璃输液瓶的注册证的企业,目前中硼硅瓶已成功导入众多大客户,今年中硼硅模制瓶销

售呈现加速态势，在此背景下，公司适时加快一类模制瓶产能扩张，拟投资2.1亿元建设一类模制瓶车间，迎接未来需求放量。未来持续增长可期。

图 32：2018 年市场格局一览

	代表公司	企业类型	年收入	注射剂玻璃药包材收入	市占率
第一梯队	山东药玻	A股上市	26亿元	11亿元	31%
	正川股份	A股上市	6亿元	3亿元	8%
第二梯队	尼普洛中国	中外合资	约1.5亿元	约1.5亿元	4%
	格雷斯海姆中国	中外合资	约3亿元	约3亿元	8%
	肖特新康	中外合资	1-3亿元	1-3亿元	4-8%
第三梯队	四星玻璃	新三板挂牌	1.5亿元	1亿元	3%
	力诺特玻	新三板挂牌	4亿元	1亿元	3%
	宏光医玻	新三板挂牌	1亿元	0.2亿元	0.5%
第四梯队	近200家小企业	-	-	-	约40%

数据来源：A股上市公司及新三板挂牌公司数据来自财报，尼普洛中国、格雷斯海姆中国数据来自母公司财报，肖特新康数据根据官网销量数据推算，广发证券发展研究中心

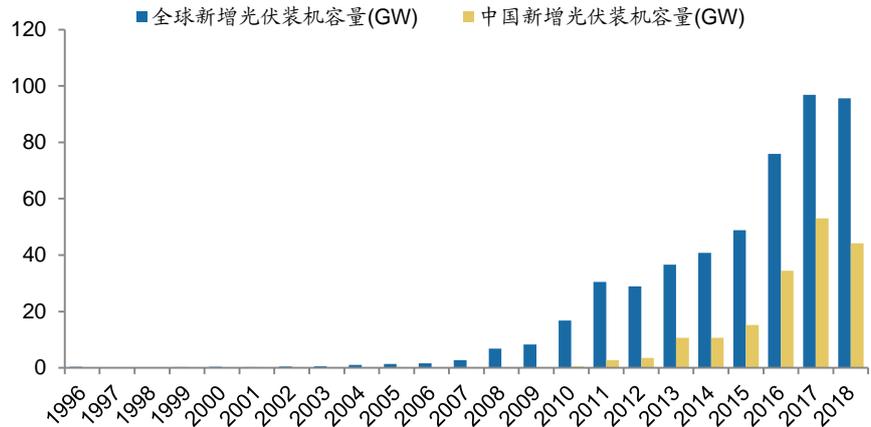
### （三）光伏玻璃需求继续高景气，福莱特加速布局

光伏行业装机量持续快速增长带动光伏玻璃行业需求。2015-2018年全球新增装机量复合增速达25.1%，中国新增装机量复合增速达42.9%，2018年，中国占全球装机量的比重为46.27%，已成为全球光伏行业的主要市场。根据我司新电小组测算，预计2019年全球装机115GW，同比增长15%，中国30GW，同比下滑30%；2020年全球装机135-140GW，同比15-20%；中国40GW，同比增加30%，2020年中国新增装机量回升将带动光伏行业需求继续较快增长。

2019年光伏玻璃产能增速前低后高，全年增速接近20%，目前基本处于供需平衡状态；2018年9月以来，光伏原片和光伏镀膜玻璃价格稳步上升，光伏原片价格从12.25元/平米上升到了17.5元/平米，光伏镀膜价格从20.5元/平米上升到了27.9元/平米。

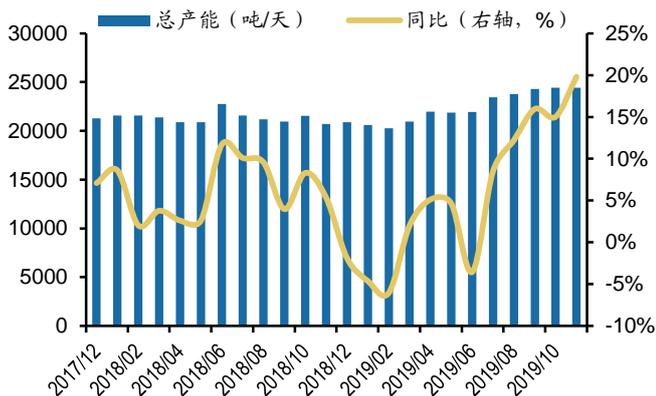
预计2020年光伏玻璃产能增速15-20%，和下游需求增速基本匹配。

图 33: 全球和中国新增光伏装机容量 (GW)



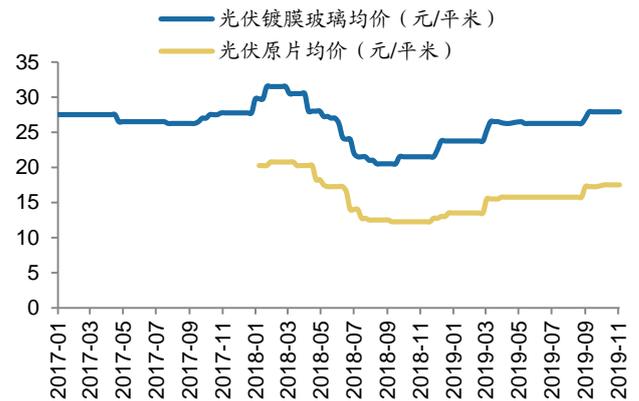
数据来源: PV Infolink, 广发证券发展研究中心

图 34: 光伏玻璃产能变化情况



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

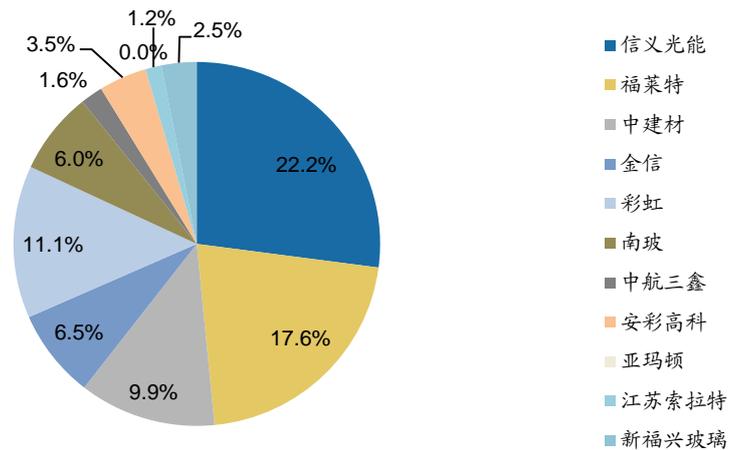
图 35: 2017年以来光伏原片和镀膜玻璃均价



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

光伏玻璃行业集中度较高，头部效应明显。2018年全国前五大光伏玻璃公司产能占总产能的比重约为73%。信义光能和福莱特共处第一梯队，遥遥领先于竞争对手：信义光能产能规模最大，光伏玻璃日熔量约为4800吨，占比约22%；其次是福莱特，产能约3790吨，占比18%。目前，光伏玻璃行业已经形成少数规模化企业的充分竞争的格局。在这种背景下，光伏玻璃生产企业一方面需要继续通过技术开发改进产品的特性，增强自身产品的竞争力，另一方面需要通过扩大生产规模来提高生产效率、摊薄各项费用、降低采购成本，保证供货及时性，从而提升企业自身的市场竞争力。因此，从行业整体规模发展的速度、产能利用率、技术发展及成本下降情况来看，一线龙头企业与二三线企业相比有明显的优势。随着行业的进一步发展，规模小、品牌知名度差、融资能力差的中小企业将会在未来的发展中与一线龙头企业继续来开差距。

图 36: 2018 年主要光伏玻璃公司产能占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

福莱特公司为行业第一梯队厂商之一, 未来两年将进入产能释放期。预计2019年、2020年、2021年产能分别达到4800吨/天、7400吨/天、9800吨/天, 增速分别为12%、54%、32%, 两年实现翻倍, 产能扩张迅速。在光伏玻璃行业高景气背景下, 加速扩张产能, 将驱动业绩快速增长。

表 6: 福莱特产能情况

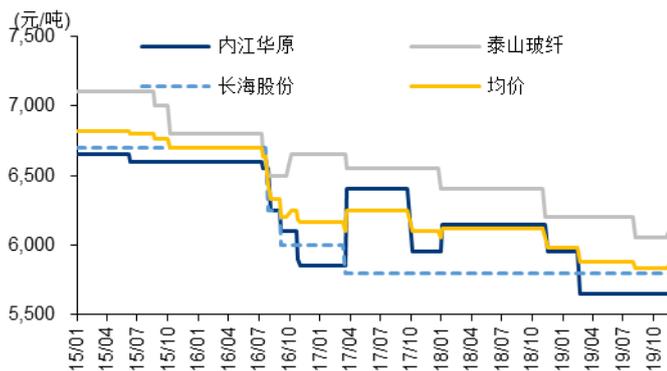
布局城市	生产线	2018	2019E	2020E	2021E	备注
嘉兴市	嘉福 1 线	300	/	600	600	两条 300 吨合计成 600 吨预计今年年底或者 1 月初点火
	嘉福 2 线	300				
	嘉福 3 线	490	600	600	600	
	嘉福 4 线	600	600	600	600	根据窑龄判断 2020 年或 2021 年进入冷修期
	嘉福 5 线	600	600	600	600	
安徽省	安福 1 线	1000	1000	1000	1000	
	安福 2 线	1000	1000	1000	1000	
	安福 3 线		1000	1000	1000	2019 年年中投产
	安福 4&5 线				2400	2021 年计划投产 2 条 1200 吨产线
越南	越南 1 线			1000	1000	计划 2020 年上半年投产
	越南 2 线			1000	1000	计划 2020 年下半年投产
合计		4290	4800	7400	9800	
增速			12%	54%	32%	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 三、玻纤：行业在筑底，2020年景气有望回升

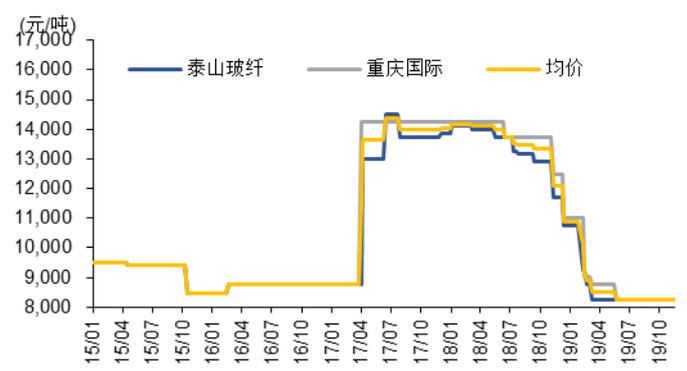
2018年4季度以来，受行业大量新增产能冲击、中美贸易摩擦、欧美经济下行、国内汽车行业景气下行等因素影响，玻纤行业进入下行周期，玻纤产品价格持续下行；目前玻纤小企业盈利已经非常薄弱，行业整体库存也已偏低，2019年10月份价格已经止跌，11月份部分企业部分品类价格已开始试探性上涨，行业出现底部特征。

图37：2400texSMC合股纱价格



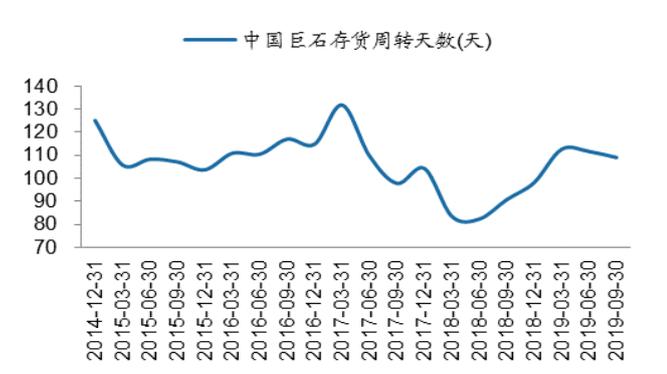
数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图38：G75电子纱价格



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图39：中国巨石存货周转天数



数据来源：中国巨石公告，广发证券发展研究中心

图40：长海股份存货周转天数



数据来源：长海股份公告，广发证券发展研究中心

从供给端来看，玻纤有典型“小行业、重资产”（行业总规模小、企业规模也小，但资金投入大）特征，在行业景气下行时，受制于行业重资产带来的资产负债表压力（负债率高，融资难），企业产能扩张能力弱。2018年行业新增产能92万吨，2019年行业新增产能只有约30万吨，2018年的产能释放使得2018年4季度开始行业景气下行。2020年预计新点火产能34万吨（其中有1条10万吨是年底点火），但考虑到行业搬迁和冷修产能较多，2020年实际供给大概率会是净减少的态势。

表7: 2018年玻纤行业新增产能情况

	公司名称	对应产线	2018年新增产能 (万吨)	点火时间	备注
主要大企业	中国巨石	九江一线	5	2018年5月	由原先15万吨增加至20万吨
		九江二线		2018年5月	
		九江三线	1		由2万吨增加至3万吨
		九江四线	12	2018年3月	新建
		桐乡智能制造基地首线	15	2018年12月	新建
		年产6万吨电子纱产线	6	2018年12月	新建
	泰山玻纤	本部新区 F06#线	10	2018年9月	新建
	重庆国际	重庆总部(F05线)	10	2018年8月	2015年停窑后技改
	长海股份	E-CH 玻璃纤维生产线	1.5	2018年5月	由原先7万吨扩建至8.5万吨
		环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线	2.5	2018年3月	由原先3万吨扩建至5.5万吨
	四川威玻	威玻四期	2	2018年5月	技改扩建
	中材金晶	年产8万吨无碱池窑新项目	8	2018年初	新建
		小计		73	
新进入	元源新材	一期	5	2018年5月	新建
	江西大华	一号线	3	2018年7月	由原先3万吨扩建至6万吨
	小计		8		
电子纱企业	安徽丹凤		3	2018年11月	
	林州光远	三期	5	2018年10月	2018年4月开建
	台嘉玻纤	蚌埠一线	3		
	小计		11		
国内企业总计			92		

数据来源: 各公司公告、官网, 广发证券发展研究中心

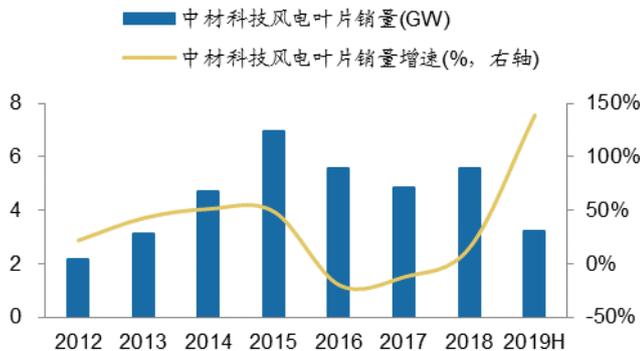
表8: 2019及2020年玻纤预计新增产能情况

2019年新增产能				备注
重庆国际	点火	年产11万吨高模量产线	10	2019年3月底点火
台玻集团	点火	蚌埠年产8万吨电子级池窑线	8	2019年5月7日点火
中国巨石	点火	美国年产9.6万吨产线	9.6	2019年5月18日点火
中材科技	冷修技改	邹城F03年产6万吨技改为9万吨	3	2019年6月冷修, 2019年11月点火
合计			30.6	
2020年预计点火产能				备注
重庆三磊	在建	黔江二线10万吨产线	10	2020年有望进入点火阶段
中材科技	在建	满庄F07年产9万吨高强高模产线	9	计划2020年三季度点火
邢台金牛	在建	邢台三线10万吨产线	10	2020年有望进入点火阶段
中国巨石	在建	成都年产5+8万吨产线技改为13万吨	0	2019Q4-2020Q1关停, 预计2020年上半年点火
中国巨石	在建	成都年产10万吨产线技改为12万吨	2	2019Q4-2020Q1关停, 预计2020年上半年点火
中材科技	待冷修	邹城F04年产6万吨技改为9万吨	3	按照窑龄判断2020年冷修
合计			34	
2020年预计冷修/关停产能				备注
重庆国际	待冷修	F08年产8万吨池窑产线	8	2008年点火, 尚未冷修
重庆国际	待冷修	F10年产8万吨池窑产线	8	2010年点火, 尚未冷修
邢台金牛	待冷修	年产5万吨无碱纱池窑线	5	按照窑龄判断2020年冷修
中材科技	待关停	老区四条小线合计13万吨产能	13	目前已停止生产
合计			34	

数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

从需求端来看, 一是欧美地区制造业PMI已经处于较低位置, 国内汽车产量也已经见底弱回升, 这两个负面因素不大可能再继续大幅恶化。二是中美贸易摩擦关税都已经加过了, 2020年存在缓解的可能。三是2019年风电需求持续旺盛, 以中材科技的叶片出货量为例, 上半年销量3.2GW, 同比增长139%, 全年销量预计7.5GW, 同比增长34%; 今年受巴沙木供给负面影响, 导致需求往后延了, 2020年还有抢装潮, 预计2020年风电用纱需求仍将保持高增长态势。

图41: 中材科技风电叶片销量及增速



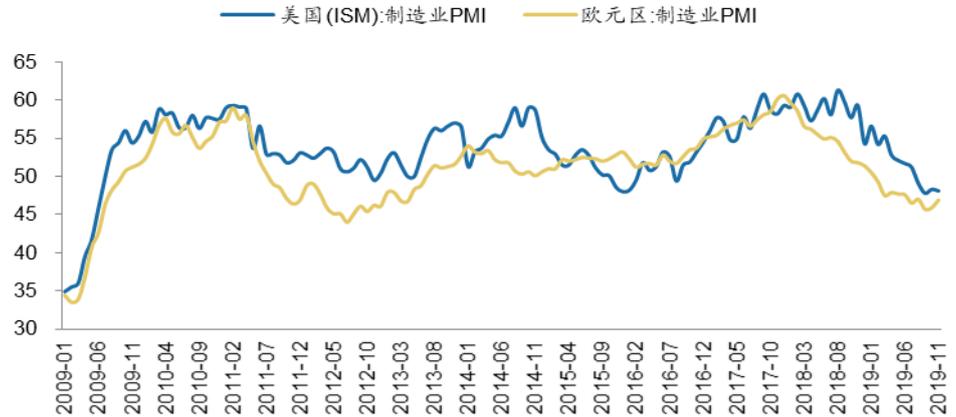
数据来源: 中材科技公告, 广发证券发展研究中心

图42: 全国汽车产量及增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图43: 欧美制造业PMI已处于较低位置



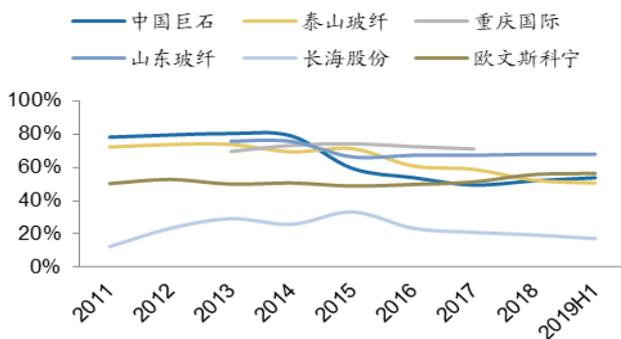
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

综合供需关系, 我们认为:

1、从行业来看, 展望2020年, 玻纤行业新增供给比2019年少很多, 并且很可能净减少; 需求方面, 综合几个因素至少不会比2018年再恶化很多; 龙头公司(中国巨石)库存仍偏高, 仍需要一定去化时间; 玻纤行业景气已在筑底, 2020年存回升可能。

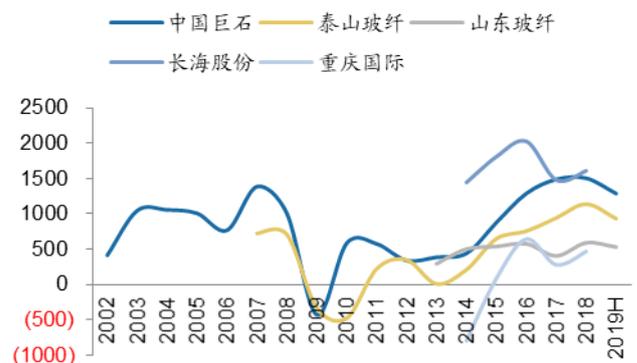
2、从公司来看, 中国巨石、泰山玻纤(中材科技)、长海股份在行业内竞争力非常突出, 处于头部位置; 体现为盈利能力遥遥领先竞争对手, 一方面来自资产负债率低(融资能力强、财务费用率低), 另一方面来自优秀的经营管控能力和技术/规模优势。

图44: 主流玻纤企业资产负债率情况



数据来源: 各公司公告, 广发证券发展研究中心

图45: 主流玻纤企业吨净利情况



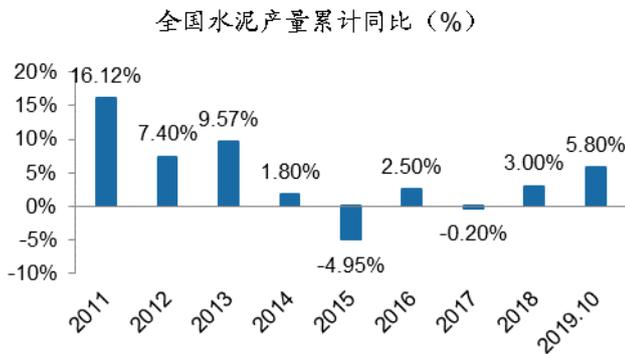
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

## 四、水泥：行业高景气延续，核心区域向好

### （一）2019年复盘：行业整体延续高景气，区域有分化

2019年全国水泥行业高景气延续，一方面体现在全国水泥需求保持高增长，2019年1-10月全国水泥产量累计同比增长5.8%，是2013年以来最好水平；另一方面体现在全国水泥价格全年都在高位震荡，并于年末创历史新高。截止2019年12月13日，全国水泥均价471元/吨，环比高出1元/吨，同比高出8元/吨。

图46：2011-2019年10月全国水泥产量累计同比



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图47：2011年至今全国水泥均价



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

归因分析，主要还是行业供需关系仍然保持较好态势。

需求方面，地产需求超预期，基建需求底部企稳。根据国家统计局数据，2019年1-10月份全国新开工面积同比增速10%，在去年高基数基础上继续实现回双位数增长；全国施工面积同比增长9.0%，环比2019年1-9月份上升0.3个百分点，增速比上一年同期高4.7个百分点；新开工和施工面积增速都好使得地产需求旺盛。基础设施投资1-10月同比增长4.2%，增速环比2019年1-9月份回落0.3个百分点，增速比上年同期上升0.5个百分点，保持底部弱回升态势。

图48：2011-2019年10月全国新开工面积累计同比



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图49：2011-2019年10月全国施工面积累计同比



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

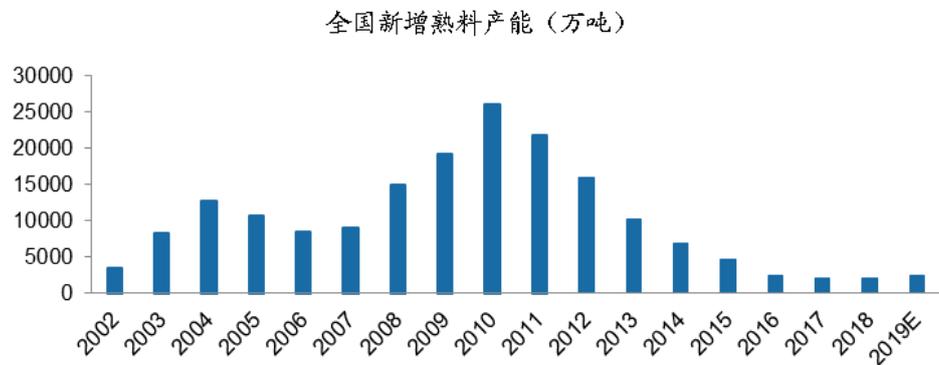
图50: 2011-2019年10月全国基建固投累计同比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

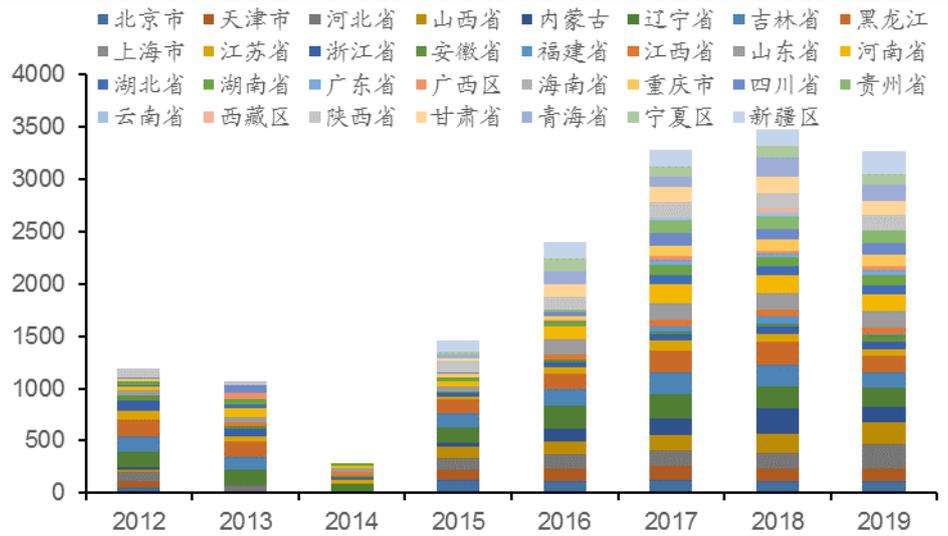
供给方面, 全国新增产能较少、错峰生产延续较好执行、大企业间竞合关系好, 使得行业供给格局维持较好态势。根据数字水泥网统计, 2019年全年预计新增水泥熟料产能2370万吨, 仅占2018年全国熟料产能的1.3%。错峰生产方面, 我们统计2019年全国各省市限产总天数在3260天, 略低于2018年的3474天, 存量供给仍得以较好控制(以限产情况较好的河南、山东省为例, 自2016年起, 河南、山东水泥价格由以往的长期低于全国均价转变为高于全国均价)。

图51: 2002-2019年全国新增熟料产能



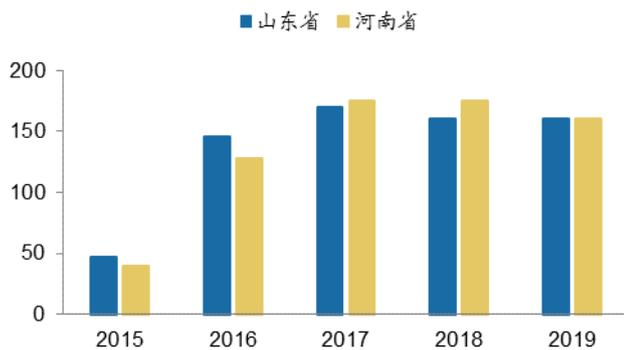
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图52: 全国各省市错峰限产天数一览(天)



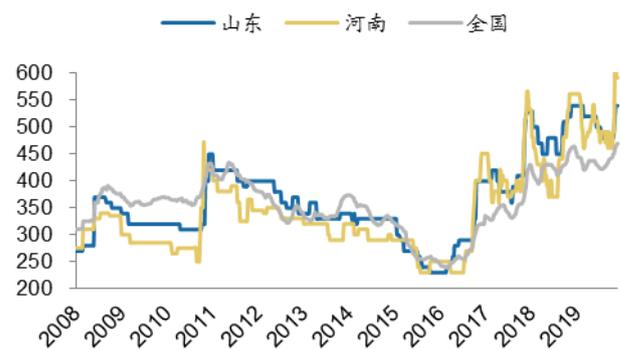
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图53: 2015-2019年山东、河南省错峰限产天数



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图54: 2008-2019年山东、河南及全国水泥均价(元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

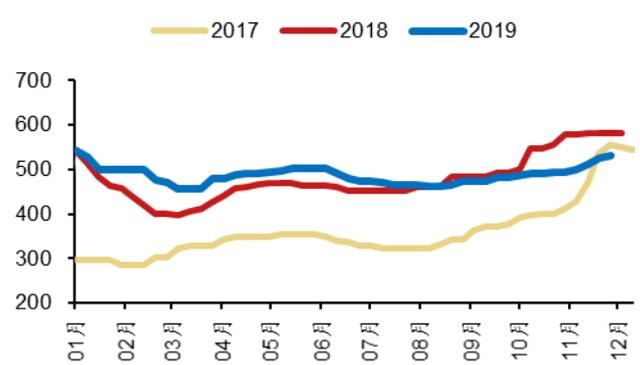
分区域看, 亮点地方在长三角区域延续高景气、甘肃区域景气回升。一方面这两个区域需求较好, 根据国家统计局数据, 2019年1-10月江浙沪皖水泥产量同比增长8.3%, 甘肃水泥产量同比增长12.4%; 另一方面这两个区域格局较好, 江浙沪皖CR2企业集中度高达64%, CR5企业集中度75%; 甘肃CR2企业集中度59%, CR5企业集中度74%。

图55: 2011-2019年10月长三角水泥产量累计同比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图56: 2017年至今长三角水泥均价(元/吨)



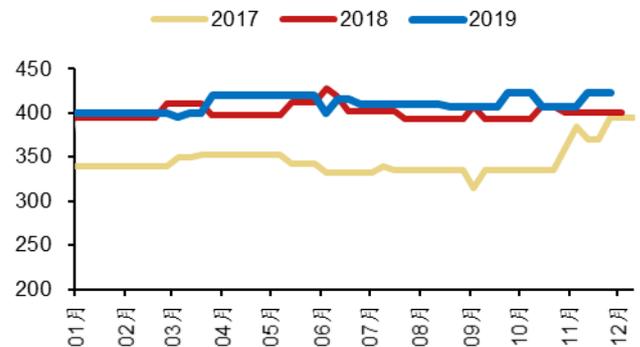
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图57: 2011-2019年10月甘肃水泥产量累计同比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

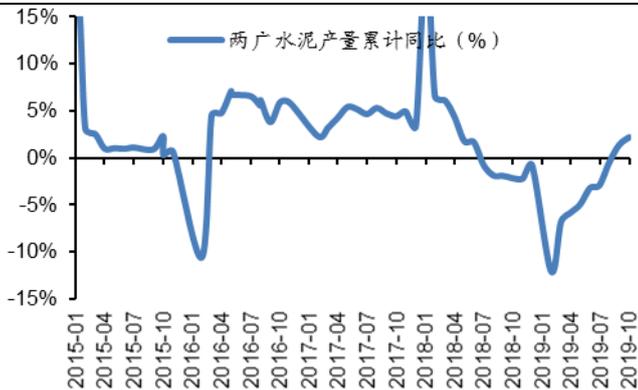
图58: 2017年至今陕甘水泥均价(元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

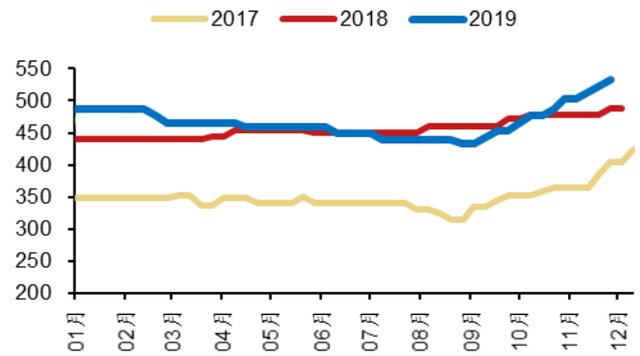
两广区域前低后高、贵州景气下行。其中，两广区域上半年长时间、大范围的雨水天气对需求产生较大负面影响，下半年逐步恢复，需求整体呈现前低后高，对应两广水泥均价也表现为前低后高；贵州地区受到需求下行（2019年1-10月贵州水泥产量同比下滑2.7%）及新增产能较多双重影响（2019年新增310万吨产能），价格呈现持续下滑。

图59: 2011-2019年10月两广水泥产量累计同比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图60: 2017年至今两广水泥均价(元/吨)



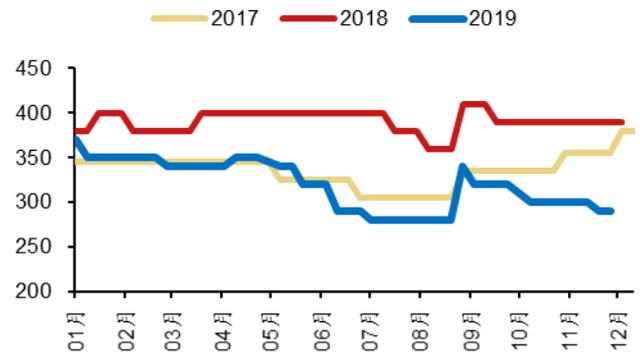
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图61: 2011-2019年10月贵州水泥产量累计同比



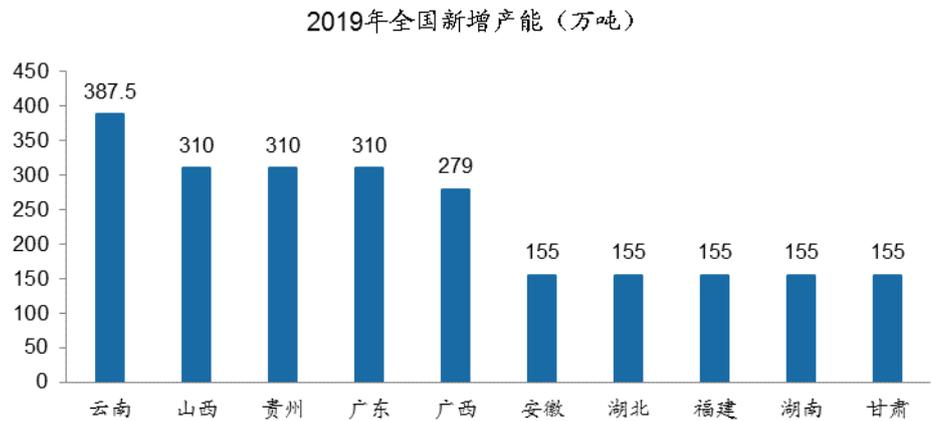
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图62: 2017年至今贵州水泥均价 (元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图63: 2019年全国新增产能分区域分布



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

## (二) 2020年展望: 供需仍将稳定, 核心区域向好

### 1. 新增产能较少, 局部区域有压力但不影响核心区域

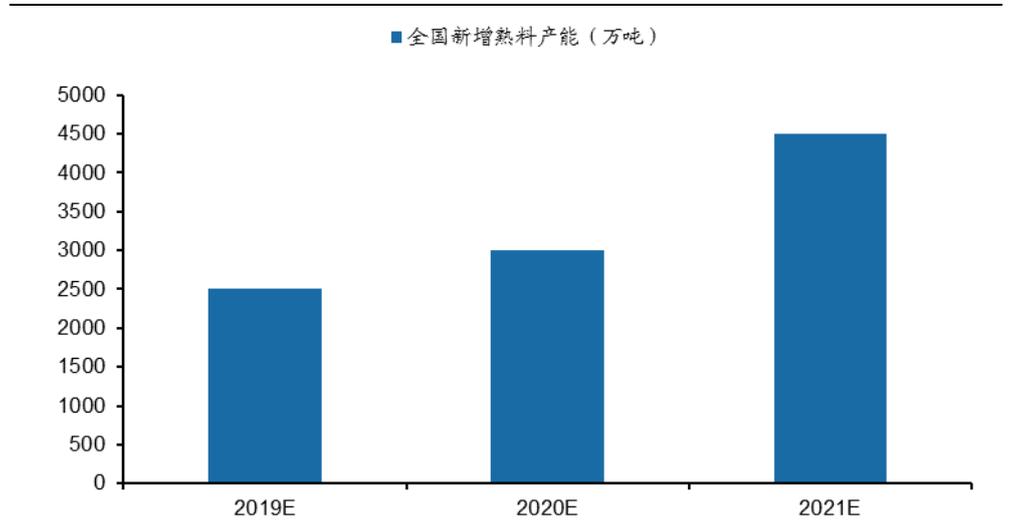
根据数字水泥网数据, 截止2018年底, 国内水泥熟料设计总产能为18.2亿吨; 截止2019年6月15日, 国内拟在建水泥熟料总产能7500万吨, 其中已经处于在建状态的有5000万吨, 拟建产能(已公示置换指标, 尚未开工)2500万吨。2019年预计全年新增熟料产能2000-2500万吨; 2020年预计新增熟料产能3000万吨, 2021年根据目前拟建情况预计新增熟料产能4500万吨, 当然我们也需要动态跟踪产能置换进度, 更新2021年新增产能预期。虽然2019-2020年新增产能较2016-2018年有所增多, 但幅度依然很小, 对行业整体冲击有限。

表 9: 全国产能指标统计 (万吨)

统计表内全国总产能	拟在建产能	表内置换指标	表外置换指标	表内在产产能指标
181922	7500	5500	4000	3500

数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

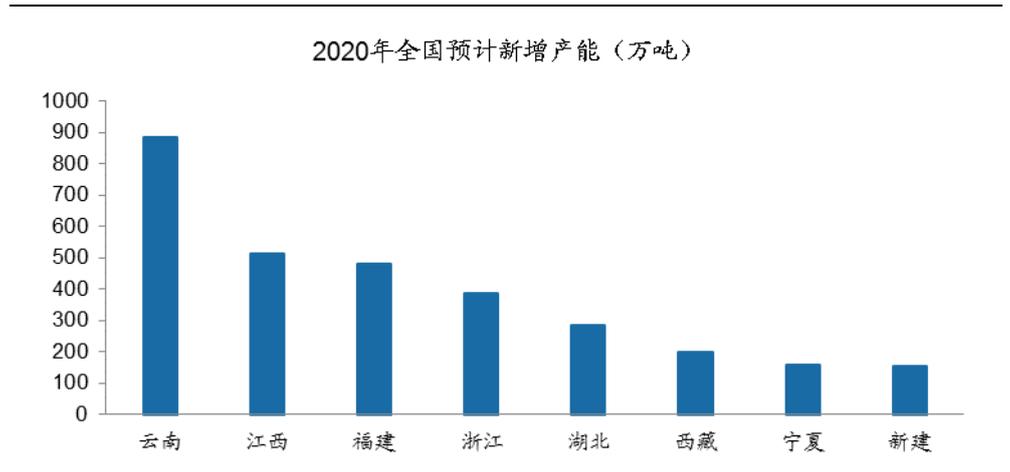
图64: 预计2019-2021年全国新增熟料产能情况



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

从在建产能区域分布看, 2020年全国预计新增产能主要集中在云南、江西、福建等地, 核心区域较少。

图65: 2020年全国新增产能分区域分布



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

华东地区新增产能主要在江浙闽, 拟在建产能1248万吨, 剔除在产产能置换指标, 新增量仅328万吨; 浙江的新建以优化产能为主, 均使用原产能进行置换, 格局不变。江西和福建新增供给有一定负面影响

表 10: 长三角地区拟在建产能情况

省份	企业名称	生产规模 (t/d)	年产能 (万吨)	状态	预计投产	在产产能 (万吨)
福建	永安金牛水泥有限公司	5000	155	已投	2019年4月	0
福建	福建省永定兴鑫水泥有限公司 (闽福)	5000	155	在建	2020	155
福建	福建春驰集团新丰水泥有限公司	5500	170.5	在建	2020	0
浙江	杭州山亚南方水泥公司	5000	155	在建	2020	230.5
浙江	建德南方水泥公司	5000	155	在建	2020	155
浙江	湖州槐坎南方水泥有限公司	7500	233	在建	2020	232.5
江苏	江苏宜城南方水泥有限公司	7500	225	拟建	不确定	155
合计			1248			928

数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

表 11: 江西地区拟在建产能情况

企业名称	生产线 (t/d)	年产能 (万吨)	状态	预计投产	置换在产产能
江西万年青水泥 (万年)	5100	155	在建	2020	155
江西万年青水泥 (万年)	5100	155	在建	2020	155
江西万年青水泥 (德安)	6600	205	在建	2021	205
江西南方水泥 (修水)	3500	109	在建	2020	0
江西宜春红狮水泥有限公司	5500	155	在建	2020	0
江西万基水泥有限公司	4000	124	拟建	2021	0
江西三清水泥有限公司	4000	124	拟建	2021	0
江西玉山南方水泥有限公司	7500	232.5	拟建	不确定	77.5
总计	1259 万吨				592
新增实际产能	1000 万吨, 增长 15%				

数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

两广地区现有熟料总产能1.78亿吨, 拟在建生产线1509万吨, 扣除置换中的在产产能160万吨, 净新增7%。广西地区由于是跨省置换, CR3集中度下降11个百分点, 格局会受到一些负面影响, 同时也对广东产生连带影响。考虑到两广地区产能利用率偏高、需求尚处于相对较好状态, 以及新建产能释放节奏, 影响主要体现在2021年。

表 12: 两广地区拟在建产能情况

广西	企业名称	规模 (t/d)	年产 (万吨)	状态	预计投产
广西	广西鱼峰水泥有限公司 (万德七星)	4000	124	在建	2019年8月
广东	广西北流市路宝水泥有限公司	5000	155	拟建	2019年5月
广西	塔牌万吨二线	10000	310	在建	2019年底至2020
广东	中国铝业赤泥综合利用	3200	99.2	在建	2020
广西	台泥 (韶关) 水泥有限公司	6000	186	在建	2020
广西	广西东尼泥天等水泥有限公司	5000	155	扩建	2020-2021
广西	广西合山虎鹰建材有限公司二期	5000	155	拟建	2020-2021
广西	南宁武鸣红狮水泥有限公司二期	5000	155	拟建	2020-2021
广西	广西鱼峰水泥股份有限公司	5500	170.5	拟建	2020-2021
总计			1509万吨, 剔除160在产, 增长7%		

数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

云南省是目前国内拟在建产能最大区域, 为1800万吨, 置换指标中在产产能有300万吨, 净新增产能达到1500万吨。此外, 还有9条潜在置换产能生产线等待上报。在建产能投放后, 区域集中度将下降7个百分点, 前五家只有55%。预计未来两至三年区域盈利水平有下行压力, 但不影响省外市场。

表 13: 云南省水泥熟料产能拟在建项目进度情况

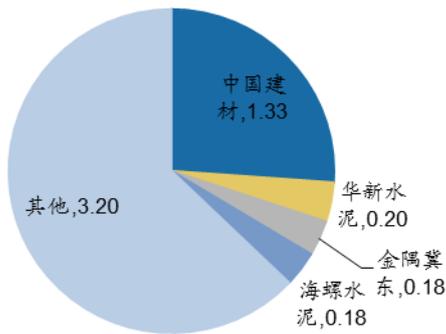
序号	地级市	企业名称	规模 (t/d)	年产 (t/d)	状态
1	玉溪市	华宁玉珠水泥有限公司	5000	155	已投
2	玉溪市	云南省活泼集团刘总旗水泥有限公司	5000	155	在建
3	玉溪市	云南易门大椿树水泥 (昆钢&华润)	4000	124	在建
4	昆明市	明良江水泥有限公司	2500	77.5	在建
5	昆明市	昆明禄劝华新水泥 (原崇德水泥)	4000	124	在建
6	曲靖市	富源远东金源水泥有限责任公司	2500	77.5	在建
7	昭通市	威信得云建材有限责任公司	2500	77.5	在建
8	昭通市	彝良县毛坪水泥厂	2500	77.5	在建
9	红河州	绿春县共达水泥有限公司	2000	62	在建
10	大理州	祥云建云水泥有限公司	3000	93	在建
11	大理州	祥云建云水泥有限公司	4800	148.8	在建
12	大理州	红塔滇西水泥滨州分公司	6000	186	在建
13	普洱市	景谷红狮水泥有限公司	3000	93	在建
14	普洱市	云南尖峰大展水泥有限公司	4000	124	拟建
15	丽江市	丽江巨龙交通能源投资有限公司	2500	77.5	在建
16	丽江市	丽江古城西南水泥有限公司	5000	155	在建
总计				1807万吨	

数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

不考虑表外指标情况下, 现有2500t/d及以下规模生产线5.1亿吨, 企业归属

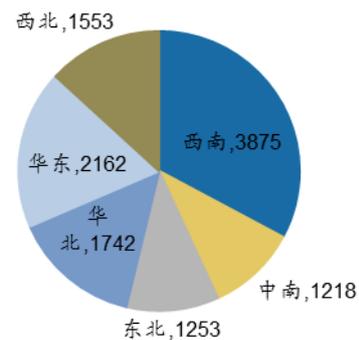
中，中国建材占比达到26%，大企业集团严禁转卖指标后，市场上流动的指标明显减少，行业未来整体新增供给可控。2000t/d及以下的生产线有1.1亿吨将是被置换主要对象，分布在西南和华东为主，但东北、华北和西北的指标更易被置换到南方地区。长三角因矿山资源管控严格，未来置换量有限。

图66: 截止2019年6月13日2500t/d及以下规模生产线归属(亿吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图67: 截止2019年6月13日2000t/d及以下规模生产线归属(万吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

## 2. 错峰生产继续, 需关注2020年下半年政策延续问题

早在2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产, 当时新疆熟料产能利用率只有40%多, 区域内企业想通过错峰生产协同自救, 错峰生产从开始就是企业和协会自发行为。2014年12月晋冀鲁豫京津四省两市行业协会联合发出《泛华北地区水泥企业错峰生产自律公约》, 也属于企业和协会自发自救行为; 2015年升级为工信部和环保部发文要求北方十五省全部参与冬季错峰生产, 2016年由国办发34号文件明确南北方冬季和夏季错峰, 后工信部和环保部联合发文明确了2016-2020年错峰生产常态化; 错峰生产本质上是把华东区域的协同停产在全国复制推广, 并用政策常态化; 而错峰生产带来的效果也是明显的, 使得行业供给大幅收缩, 供需关系变得均衡, 由于错峰行为具有持续性, 使得行业盈利稳定性加强, 最典型的案例就是2018年北方市场, 在需求持续下行情况下, 由于错峰生产, 京津冀、陕甘宁等主要区域价格仍稳定在较高位置。

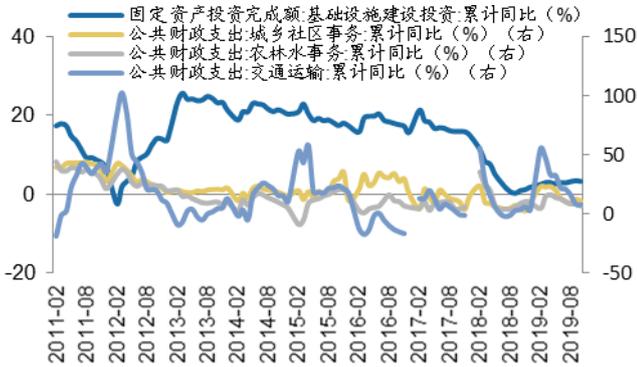
目前错峰生产政策执行到2020年底, 需重点关注2020年下半年政策是否会延续。

## 3. 需求: 房地产需求存边际下行压力, 基建需求有望向上往均值修复

一方面, 房地产需求受地产政策、地产销售及融资等因素影响大, 在2019年地产新开工高位维持的情况下边际存在下降趋势。另一方面, 基建有望受益于政策支持以对冲经济下行压力。

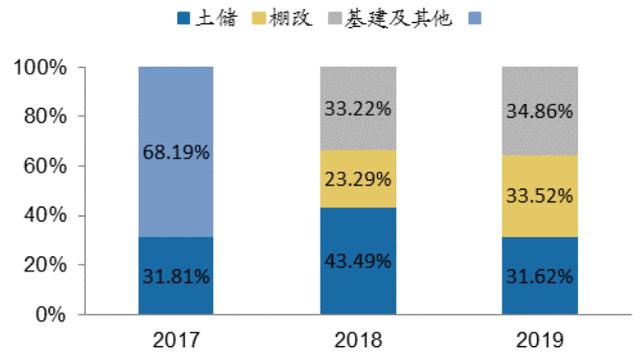
根据财政支出节奏, 与基建相关的城乡社区事务、农林水事务及交通运输均保持较快增长。同时, 近期财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元, 占2019年当年新增专项债务限额的47%, 且主要用于基建项目, 全年基建投资预计带动作用将比较明显。

图68: 财政支出项下的农林水支出、交通运输仓储等口径与基建分项具有较高重合度



数据来源: 财政部, 广发证券发展研究中心

图69: 新增专项债资金募集用途

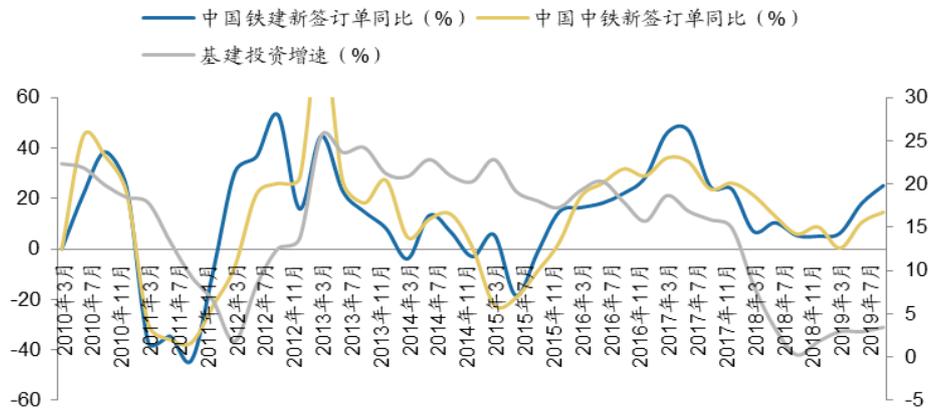


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

注: 2017年棚改专项债仍未推出, 浅蓝部分包括棚改和基建及其他分项。

从微观数据来看, 中国中铁、中国铁建等龙头央企订单领先基建增速1-3个月, 其订单回升显示未来基建增速有望向上修复。

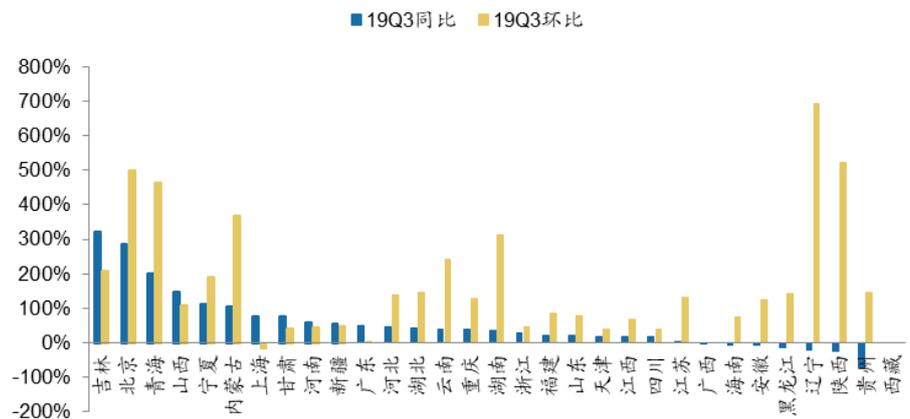
图70: 央企订单领先基建增速1-3个月



数据来源: 中国铁建、中国中铁公告, 广发证券发展研究中心

分区域来看, 以地方政府专项债作为反映区域基建未来发力情况的观察指标, 可以看到华南、华北、西北增长都比较明显, 华东也保持稳定增长; 核心区域和省份都保持较好态势。

图71: 各省份19Q3新增专项债同环比变化情况



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

整体来看, 我们可以得出几个结论:

2020年房地产需求预计边际下降, 基建需求稳中有升; 考虑到区域差异, 主要区域(华南、华北、西北)基建发力明显; 上半年需求更有保障, 下半年主要变数还是来自房地产端(主要看房地产新开工下降幅度), 不过总需求大幅下行风险很小。

2020年, 行业整体新增供给仍然较少, 局部地区虽有压力(云南、江西、福建)但不影响核心区域。错峰生产和大企业竞合关系保持不变。行业供给优势将继续体现。

综合供需关系来看, 预计水泥价格仍将保持高位震荡态势, 尤其是上半年。

## 五、投资策略: 把握需求主线, 精选细分赛道

综合上面各部分的基本面来看, 我们认为2020年有三条行业主线, 一是房地产竣工趋势性回升, 二是玻纤供给面好转, 三是基建增速向上修复。

结合行业格局和公司内生增长来看, 我们看好四条主线, 一是消费建材的北新建材、三棵树、兔宝宝和平板玻璃的旗滨集团; 二是玻纤行业的长海股份、中国巨石、中材科技; 三是药用玻璃龙头山东药玻, 关注光伏玻璃龙头福莱特; 四是年底到2020年一季度水泥行业的机会, 海螺水泥和冀东水泥。

## 六、风险提示

宏观经济继续下行风险, 货币房地产等宏观政策大幅波动风险, 行业新投产产能超预期风险, 原材料成本上涨过快风险, 公司管理经营风险。

## 广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与中国铝业(601600)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与中国建材(03323)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与中国铝业(02600)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。