

建筑材料

水泥需求韧性强，后周期受益竣工回暖

——建材行业 11 月数据点评

评级：增持（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qizq.com.cn

研究助理：祝仲宽

电话：021-20315782

Email: zhuzk@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(百万元)	8707
行业流通市值(百万元)	7189

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017	2018A	2019E	2020E	2017	2018A	2019E	2020E	
北新建材	23.43	1.39	1.46	0.25	1.52	16.8	16.05	92.49	15.40	增持
亚士创能	21.20	0.59	0.30	0.67	1.06	36.2	70.00	31.77	20.05	增持
蒙娜丽莎	16.95	0.75	0.90	1.10	1.42	22.5	18.83	15.39	11.90	增持
海螺水泥	48.85	2.99	5.63	6.24	5.51	16.2	8.64	7.79	8.82	买入
塔牌集团	11.39	0.60	1.45	1.35	1.37	18.8	7.88	8.41	8.30	增持

备注：股价取自 2019 年 12 月 13 日收盘价

投资要点

■ 事件：国家统计局公布了 2019 年 11 月建材工业及宏观运行的数据：

行业数据：

- 水泥：2019 年 11 月水泥单月产量 22487 万吨，单月上升 8.3%；1-11 月累计产量 213040 万吨，累计同比上升 6.1%。
- 玻璃：2019 年 11 月平板玻璃单月产量 7701 万重量箱，单月同比上升 7.3%；1-11 月累计产量 84843 万重量箱，同比提高 6.9%。

地产数据：

- 2019 年 1—11 月份，全国房地产开发投资 121265 亿元，同比增长 10.2%，增速比 1—10 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅投资 89232 亿元，增长 14.4%，增速回落 0.2 个百分点。
- 1—11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 874814 万平方米，同比增长 8.7%，增速比 1—10 月份回落 0.3 个百分点。其中，住宅施工面积 613566 万平方米，增长 10.1%。房屋新开工面积 205194 万平方米，增长 8.6%，增速回落 1.4 个百分点。其中，住宅新开工面积 151447 万平方米，增长 9.3%。房屋竣工面积 63846 万平方米，下降 4.5%，降幅收窄 1.0 个百分点。其中，住宅竣工面积 45274 万平方米，下降 4.0%。
- 1—11 月份，房地产开发企业土地购置面积 21720 万平方米，同比下降 14.2%，降幅比 1—10 月份收窄 2.1 个百分点；土地成交价款 11960 亿元，下降 13.0%，降幅收窄 2.2 个百分点。
- 1—11 月份，商品房销售面积 148905 万平方米，同比增长 0.2%，增速比 1—10 月份加快 0.1 个百分点。其中，住宅销售面积增长 1.6%，办公楼销售面积下降 11.9%，商业营业用房销售面积下降 14.1%。商品房销售额 139006 亿元，增长 7.3%，增速持平。其中，住宅销售额增长 10.7%，办公楼销售额下降 11.3%，商业营业用房销售额下降 13.5%。
- 1—11 月份，房地产开发企业到位资金 160531 亿元，同比增长 7.0%，增速与 1—10 月份持平。其中，国内贷款 23013 亿元，增长 5.5%；利用外资 161 亿元，增长 57.5%；自筹资金 52511 亿元，增长 3.7%；定金及预收款 54482 亿元，增长 10.0%；个人按揭贷款 24395 亿元，增长 13.9%。

基建数据：

- 1—11 月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.0%，增速比 1—10 月份回落 0.2 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 1.6%，增速回落 4.3 个百分点；道路运输业投资增长 8.8%，增

速加快 0.7 个百分点；水利管理业投资增长 1.7%，增速加快 1.1 个百分点；公共设施管理业投资增长 0.2%，增速与 1—10 月份持平。

■ **水泥行业数据点评：**

■ **11 月，水泥产量单月同比增长 8.3%，验证了 10 月单月的产量同比下滑仅是受 70 周年大庆影响的“假摔”。**从需求端看，地产、基建数据依然韧性较强，结合钢材产销量，以及水泥出货情况数据，我们认为水泥产量 11 月单月同比增长 8.3% 符合预期，10 月单月转负只是受到了国庆 70 周年的事件性冲击，包括工地的暂缓施工以及生产企业的短时间停产，造成供需短期双弱。

■ **地产端，资金压力与悲观预期下的赶工角逐，Q4 新开工和施工韧性强。**销售端，在利率下行+精准调控+较低库存背景下地产销售不容易出现断崖式下跌，对整体的地产开发形成有效支撑。政策及监管上，今年整体地产政策从 4 月政治局会议以来出现逐渐收紧的迹象。地产前端融资加剧紧张，叠加地产下行悲观预期，土地购置从 5 月开始持续走弱。在土地购置前端融资受到一定约束的情况下，企业对销售回款的诉求变得更加强烈，寄希望于通过新开工至可预售状态快速实现销售回款。分地区来看，各地区不同的新开工增速形成一定对冲，平缓了整体下滑速度，在“因城施策”的精准调控下，不同能级的城市、不同区域的城市均出现不同程度的分化，周期错位平缓了以往一刀切带来的整体大幅下行情况。对一二线城市来说，由于预售标准较高，甚至都要求结构封顶才能预售，因此为了实现销售回款企业将加速赶工直至较高的可预售状态。而三四线城市由于达到可预售标准较低，资金投入较少就可以实现销售回款，新开工增速在地产整体库存没有大幅回升的前提下不会大幅回落。

■ **基建：托底意愿强，财政压力约束下难以大幅回暖。**在地产投资逐步下行，外部风险不确定的背景下，基建作为经济的“稳定器”不可偏废。在土地财政收入下降以及减税降费的大背景下，专项债提前发放有望弥补 Q4 基建资金来源，但在整体财政压力较大的约束下我们预计 Q4 基建对水泥需求的仅形成小幅正向拉动。

■ **从价格看，Q4 水泥价格延续高位运行，全国水泥价格基本与去年同期持平。**水泥仍然是“存量时代”下的“最强周期品”，核心原因在于存量时代下，水泥行业的“供需缺口”是最容易产生的，而成本曲线也是周期品中相对陡峭的：1) 水泥的需求较为刚性 2) 作为短腿区域化无库存产品，企业对需求的观测能力极强 3) 开关成本低，企业对产能的调节能力天然有优势 4) 行业存量乃至减量博弈的背景下，区域水泥企业间的“默契”形成是必然，即“价在量先” 5) 原材料价值重估与自发的停产推升熟料价格，同样也结构上异化了行业成本曲线。

■ **玻璃行业数据点评：**

■ **2019 年 11 月平板玻璃单月同比上升 7.3%，1-11 月累计提高 6.9%。**

■ **地产“高期房销售+低库存”现状对玻璃需求提供支撑。**近年地产销售和新高开工的高增速与竣工增速出现了较为明显的背离；而近年地产销售高增中期房占比的显著提升，已然积累了较多竣工交付的压力，虽然迟来但是终究会出现回补，2019 年下半年逐渐均值回归的可能性较高。由于玻璃主要运用的场景在竣工之前，如果施工环节整体回暖，玻璃的需求将具备一定

的支撑，从施工数据看，1-11月同比增长8.7%，高施工增速将逐步传导至玻璃安装，玻璃需求韧性强。

- **供给端，从当前的日熔量看，与去年同期基本持平，展望明年我们认为总体的产能端依然有望维持目前这个水平。**根据我们统计未来新增和冷修的产线数据，2020年预计不会出现净新增的情况。此外，若有环保性的事件冲击强化短期供给端的收缩力度，届时景气度有望大幅提升。
- **19Q4 玻璃景气较高，建议关注。**从需求端看，施工和竣工端的数据验证了施工后端建材的需求回暖，同比的需求量我们预计比去年同期有5%左右增长；从供给端小周期看，目前供给端与去年同期相比基本持平，为景气提升提供良好基础，而若供给端出现超预期扰动，那么可能会出现阶段性的行业高景气。从供给端大周期看，产线也进入了冷修的大周期，为创造供给缺口奠定了一定基础。玻璃窑炉的窑龄通常在6-10年，若选择较差的耐火材料一般支撑6-8年，而较好的耐火材料则冷修期在8-10年，这仅仅是理论上的冷修周期，通过窑炉的修补通常都能够再延续1-2年甚至更长，这导致了冷修大周期具备一定不确定性，但是越往后冷修大周期的确定性越强。因此，在供需紧平衡关系下，Q4玻璃的景气度的较高。

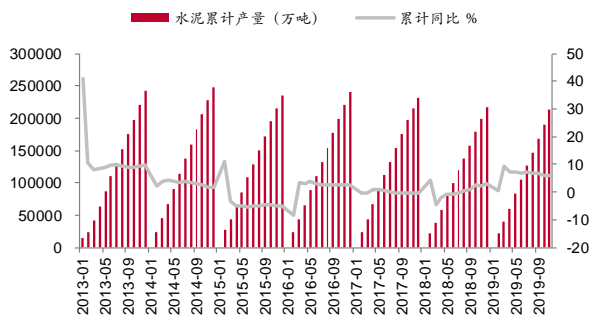
投资建议：

- **近年周期品投资框架与历史有着明显的不同，经济数据的走弱也并不代表周期品没有投资机会：**1) 逆周期调节下，需求端总量的波动性收窄，再度扩张与大幅下滑的可能性相对较小；2) 产能未有增长，需求总量相比投资数据增速更有意义；同时行业格局逐渐稳固，较多企业资产负债表修复明显。因而从行业盈利运行的情况来看，中枢普遍较历史上有所抬升，且由于行业集中度提升，市场对于工业品阶段性盈利的不确定性担忧反而较需求扩张周期有所减轻；预期成为扰动周期品表现的核心因素。而2019年以来，需求预期扑朔，外部扰动频发，历史上“顺周期”的周期品投资难度越来越大。
- **新常态下“逆周期”思路的周期品投资可能创造惊喜：**由于企业资产负债表修复较好，且龙头企业的行业地位不断增强，我们认为对于龙头企业而言资产端的价值评估相对较为明晰；且随着A股资金属性和结构的变化，周期龙头企业（尤其是有能力进行分红的企业）反而能于预期悲观时寻找到中长期极高的风险补偿。
- **1、新旧动能转换依旧依赖充裕造血动能，旧经济不会被弃之敝屣。**短期看地产投资强度韧性仍未回落，信用拓宽、基建适度发力对冲，行业整体供给端控制较好，水泥行业盈利韧性仍强，区域建设品种受益（天山股份 祁连山 西部水泥等）；资产负债表修复较好的龙头价值属性持续提升（海螺水泥 塔牌集团 华新水泥）。
- **2、高期房销售为竣工环节需求总量提供韧性；且中期看，多数品牌建材的市场容量天花板较高，行业格局仍然在快速集中，中期来看行业龙头持续提升份额乃至重塑行业竞争格局的可能性较强。**近期统计局出的8-11月份的竣工数据已经四个月同比增速为正，竣工回暖的逻辑得到验证。对to B品种（三棵树、亚士创能、蒙娜丽莎、帝欧家居、东方雨虹等企业），在近年房企持续提升集中度的情况下，相关品牌建材企业深度绑定龙头房企，增长确定性较高。To 小B品种北新建材除了传统石膏板主业有望受竣工回暖之外，龙骨及防水业务拓展都是值得重点关注的；另外凭借品牌优

势适度介入 To B 端也是公司维持竞争力的合理选择。To C 端品种伟星新材受行业影响，短期业绩承压，主要期待来自于渠道端带有协同效应的品类扩张。

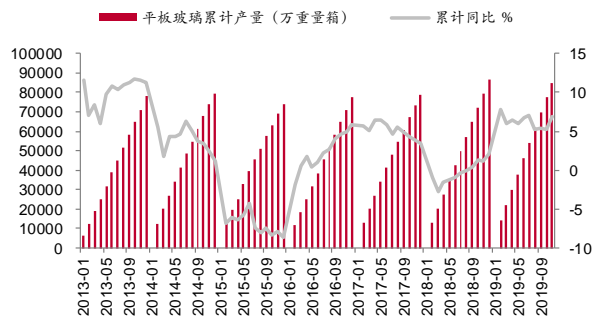
- **风险提示：** 房地产、基建投资低于预期，宏观经济大幅下滑，供给侧改革不及预期、政策变动的风险

图表 1: 水泥累计产量 (万吨)



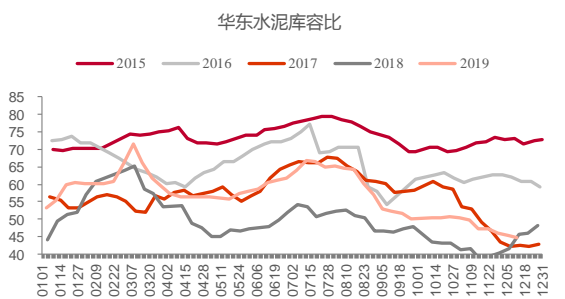
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 玻璃累计产量 (万重量箱)



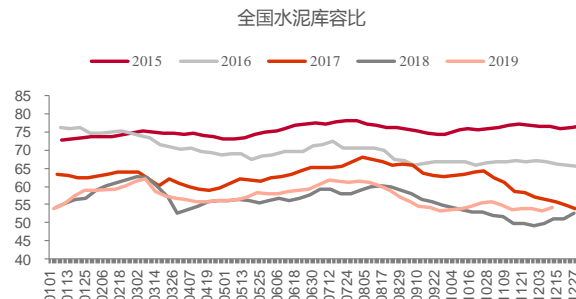
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 华东水泥平均库容比



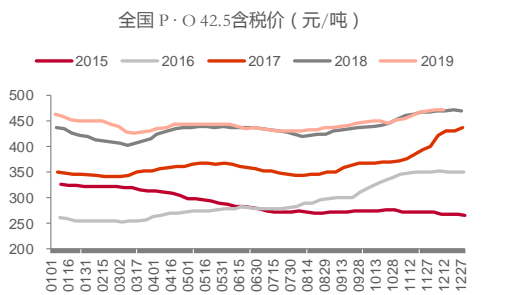
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 4: 全国水泥平均库容比



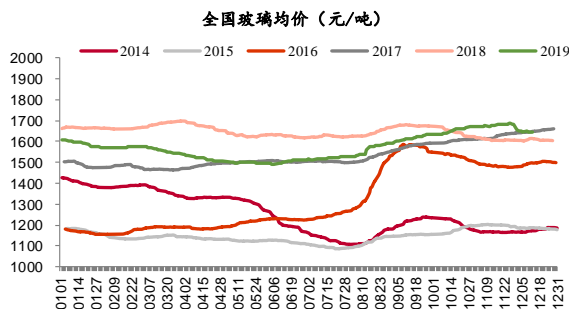
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 5: 水泥价格



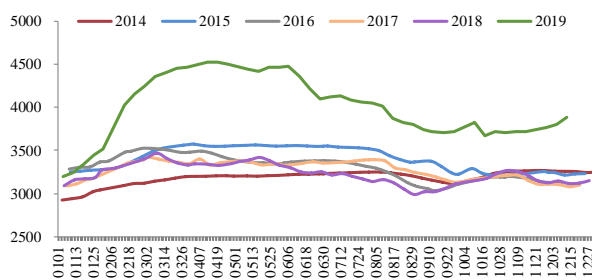
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 6: 玻璃价格



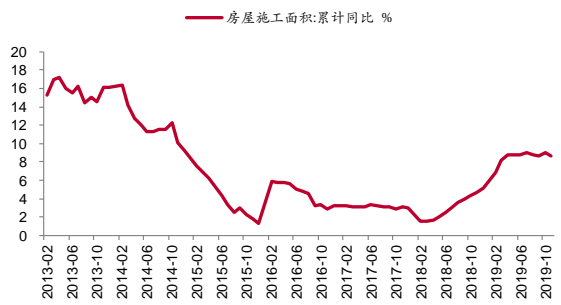
来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 7: 玻璃库存 (万重量箱)

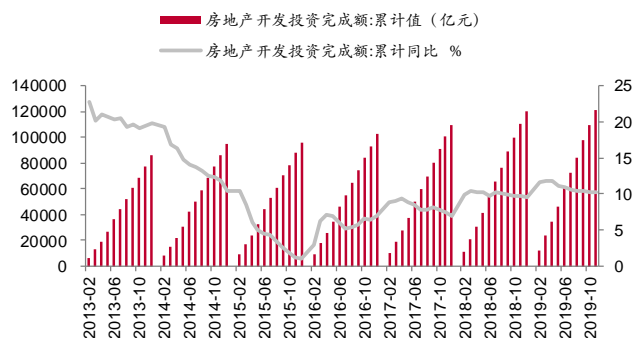


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 房屋施工面积



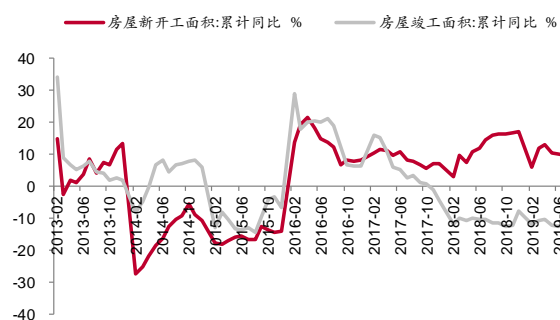
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 房地产开发投资


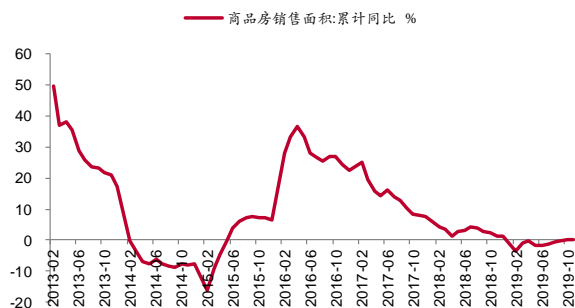
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 房地产企业资金来源

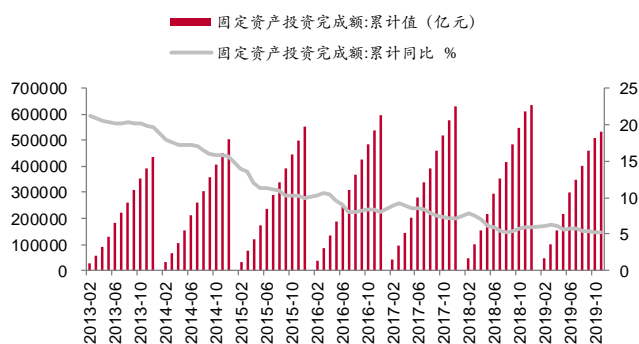

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 新开工面积&竣工面积


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 商品房销售面积


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 固定资产投资


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 基建增速


来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。