

建筑材料

证券研究报告
2019年12月16日

基建预期向上，水泥单月产量取得较快增速

水泥：1-11月全国水泥累计产量21.3亿吨，同比增长6.1%；其中，11月单月产量2.2亿吨，同比增加8.3%，环比增长2.9%（18年11月环比减少6.9%）。

点评：从累计数据看，以水泥产量代表的水泥需求延续较高景气，单月同比增速大幅提升，我们判断原因包括：1）国庆长假及部分事件性停工影响10月产量，部分需求11月回补；2）房地产投资拉动；3）基建投资拉动。

下游需求角度看，1-11月固投（不含农户）同比增长5.2%，增速较前值持平。直接影响水泥需求的地产和基建投资保持增长，其中地产方面，房地产开发投资1-11月累计同比增长10.2%，较前值回落0.1个百分点；房屋新开工面积累计同比增长8.6%，增速比前值回落1.4个百分点，11月单月同比增速23.23%，新开工数据表现强劲。近年来施工增速持续低迷，进入2019年加速明显，1-11月累计同比增速9.0%，累计增速环比前值提升0.3个百分点，11月单月同比下降2.88%，较10月单月同比冲高回落；**从新开工、施工角度看，新开工增速继续维持高位，施工增速整体延续回暖态势，水泥需求仍然具备可靠支撑。**

基建方面，我国基础设施增长仍有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的20-30%，结合明年专项债部分新增额度的提前下达以及加大逆周期调节力度的政策指引，我们看好四季度基建投资增速，在房屋新开工增速放缓的背景下，水泥需求有望得到对冲支持。1-11月基建投资不含电力口径同比增长4.0%，增速比前值降低0.2个百分点，与2018年全年增速相比提高0.2个百分点，道路、铁路投资增速分别为8.8%、1.6%，增速比前值分别加快0.7、回落3.9个百分点。截止11月已发行地方政府专项债2.53万亿元，超4成用于在建项目，今年以来新增地方政府债券发行和使用效果十分明显。

基建投资预期向上，债券发行节奏加快，建材上下游资金需求有较强保障，考虑到价格基数及上半年行业基本面，**华南地区水泥企业四季度盈利有望出现较为明显的恢复性增长，建议关注华润水泥、塔牌集团。**整体来看，行业龙头企业三季度业绩维持同比正增长的态势。预计明年上半年行业仍将延续较好的盈利态势。**推荐海螺水泥、华新水泥、祁连山，以及弹性品种上峰水泥、冀东水泥。**

玻璃：2019年11月全国平板玻璃产量7701万重箱，同比上升7.3%，环比8月增速提升3.3个百分点；1-11月全国平板玻璃累计产量8亿4843万重箱，同比上升6.9%；需求方面，1-11月全国房屋竣工面积6.38亿平方米，同比下滑4.5%，环比下滑幅度减少1个百分点。

点评：据中国玻璃期货网数据显示，19年11月末产能9.41亿重箱，产能同比下降1.7%。18年年初玻璃价格高，企业加快复产，导致玻璃产能恢复较多，因此整体产能基数在18年下半年逐渐走高，今年玻璃价格虽然在下半年逐步抬高，但是受环保、冷修成本高等因素，复产产线有限，而且近几年是行业冷修大年，冷修产线较多，11月份再次冷修2条生产线。1-11月份全国玻璃产线共冷修了19条线，合计减少产能12700吨日熔量，符合我们之前对19年是冷修大年的判断；冷修复产15条，新建产线3条，合计增加产能12750吨日熔量，整体看产能保持平稳状态。**继续推荐旗滨集团，公司业绩继续改善，作为行业龙头随着玻璃价格走高业绩弹性大。**

消费建材：1-11月房屋竣工面积累计同比下滑4.5%，降幅比前值继续收窄1.0个百分点，占比约70%的住宅竣工面积下滑4.5%。施工增速进入2019年加速明显，1-11月累计同比增速8.7%，累计增速环比前值降低0.3个百分点，从月度累计增速角度看，当前较2015年以来的低速状态有明显改善，累计增速超过5%已经持续11个月。此外，1-11月建筑及装潢材料商品零售额同比增长3.0%，比前值降低0.4个百分点。

点评：我们建议关注3个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B端增速快于C端零售，关注B端占优标的以及B/C模式转换成本较低的标的；三是7月30日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。**相关标的包括，水龙头东方雨虹、石膏板龙头北新建材、瓷砖龙头帝欧家居&蒙娜丽莎、涂料龙头三棵树、五金龙头坚朗五金、管材龙头伟星新材等。**

风险提示：基建项目水泥用量不及预期，供给格局变动不及预期，天气变化不及预期。

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

盛昌盛

分析师

SAC执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

侯星辰

分析师

SAC执业证书编号：S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

时奕

分析师

SAC执业证书编号：S1110519100001
shiyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:基建补短板延续，水泥淡季不淡》2019-12-14
- 《建筑材料-行业投资策略:建筑材料行业2020年度投资策略:格局稳定，坚守核心》2019-12-13
- 《建筑材料-行业研究周报:地方专项债扩容，基建稳定增长》2019-12-07



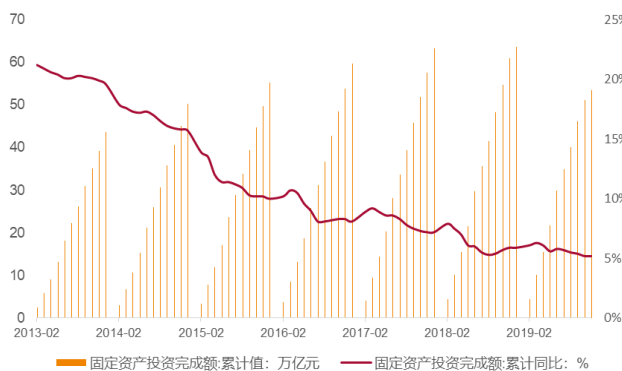
1. 水泥：单月产量小幅下降，基建投资预期向上

根据统计局数据，1-11月全国水泥累计产量21.3亿吨，同比增长6.1%；其中，11月单月产量2.2亿吨，同比增加8.3%，环比增长2.9%（18年11月环比减少6.9%）。从累计数据看，以水泥产量代表的水泥需求延续较高景气，单月同比增速大幅提升，我们判断原因包括：1) 国庆长假及部分事件性停工影响10月产量，部分需求11月回补；2) 房地产投资拉动；3) 基建投资拉动。

下游需求角度看，1-11月固投（不含农户）同比增长5.2%，增速较前值持平。直接影响水泥需求的地产和基建投资保持增长，其中地产方面，房地产开发投资1-11月累计同比增长10.2%，较前值回落0.1个百分点；房屋新开工面积累计同比增长8.6%，增速比前值回落1.4个百分点，11月单月同比增速23.23%，新开工数据表现强劲。近年来施工增速持续低迷，进入2019年加速明显，1-11月累计同比增速9.0%，累计增速环比前值提升0.3个百分点，11月单月同比下降2.88%，较10月单月同比冲高回落；从新开工、施工角度看，新开工增速继续维持高位，施工增速整体延续回暖态势，水泥需求仍然具备可靠支撑。

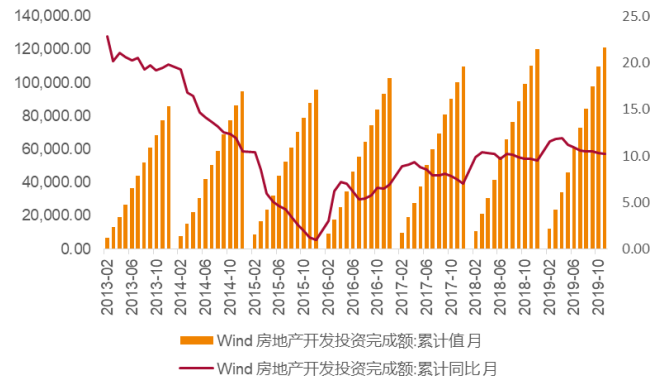
基建方面，我国基础设施增长仍有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的20-30%，结合明年专项债部分新增额度的提前下达以及加大逆周期调节力度的政策指引，我们看好明年基建投资增速，在房屋新开工增速放缓的背景下，水泥需求有望得到对冲支持。1-11月基建投资不含电力口径同比增长4.0%，增速比前值降低0.2个百分点，与2018年全年增速相比提高0.2个百分点，道路、铁路投资增速分别为8.8%、1.6%，增速比前值分别加快0.7、回落3.9个百分点。截止11月已发行地方政府专项债2.53万亿元，超4成用于在建项目，今年以来新增地方政府债券发行和使用效果十分明显。

图 1：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



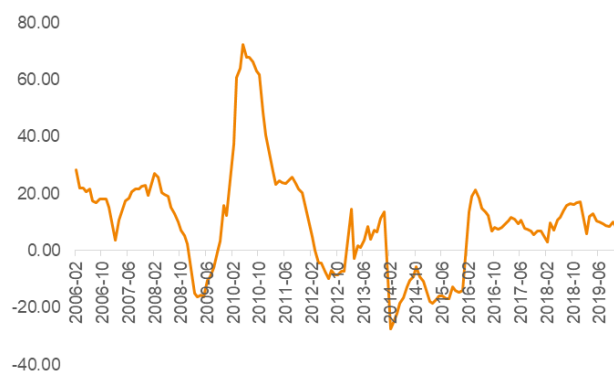
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：全国房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



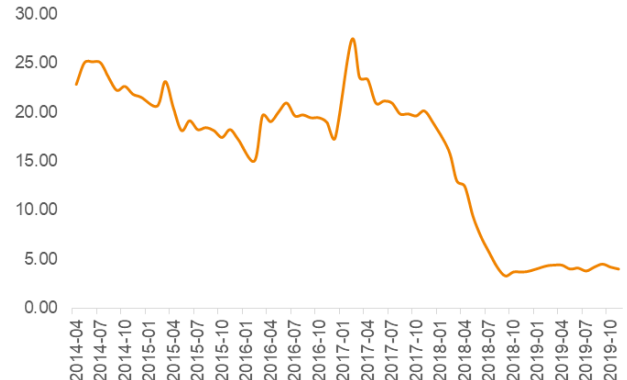
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：全国房屋新开工面积累计同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比（%）



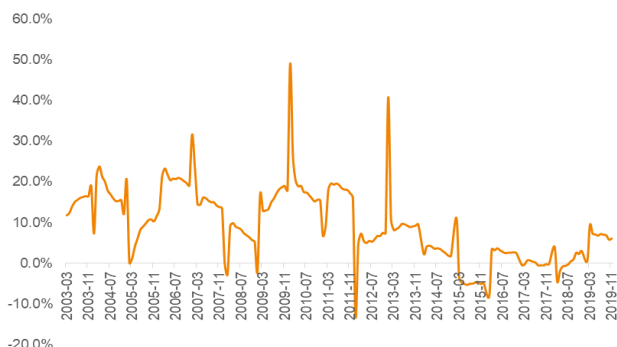
资料来源：wind，天风证券研究所

基建投资预期向上，债券发行节奏加快，建材上下游资金需求有较强保障。据经济参考报统计，今年前10个月，全国发行地方政府债券超过4.27万亿元，其中，发行一般债券超

过 1.74 万亿元，专项债券超过 2.53 万亿元。发行新增债券超过 3 万亿元，几乎已经完成全年 3.08 万亿的新增额度。今年 9 月份已将新增债券额度基本发行完毕，比去年提前了 2 个月，从地方债的使用来看，扩大有效投资的效果已经开始显现。此外，根据 11 月 13 日召开的国务院常务会议，会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合，对补短板的公路、铁路、城建、物流、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。可以看到，在风险可控的前提下，下调资本金最低比例有望拓宽部分基建项目的资金来源，提振相关建材产品的需求。近期中央经济工作会议召开，会议提出继续实施积极的财政政策，引导资金投向基础设施短板领域，地方专项债资金继续落实。

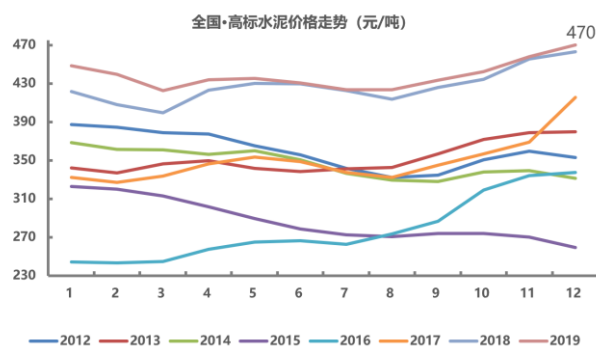
11 月底 12 月初，尽管国内水泥市场需求保持稳定，但水泥价格上涨势头不减，南部地区水泥企业为在最后旺季提升盈利，不断推动价格上涨。考虑到价格基数及上半年行业基本面，华南地区水泥企业四季度盈利有望出现较为明显的恢复性增长，建议关注**华润水泥、塔牌集团**。整体来看，行业龙头企业三季度业绩维持同比正增长的态势。预计明年上半年行业仍将延续较好的盈利态势。推荐**海螺水泥、华新水泥、祁连山**，以及弹性品种**上峰水泥、冀东水泥**。

图 5：全国水泥累计产量同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：全国水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



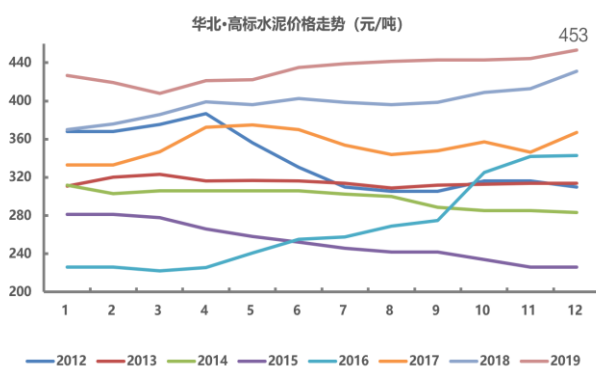
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 7：全国水泥库存比 (%)



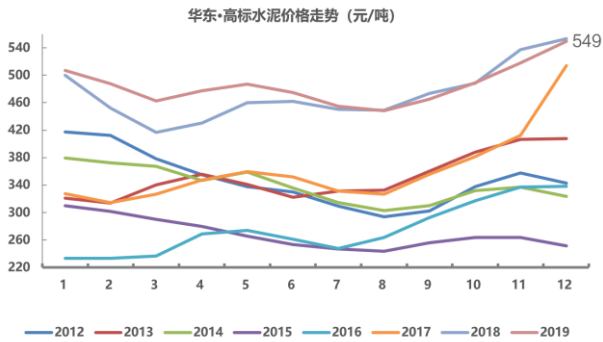
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨) (月度均价)



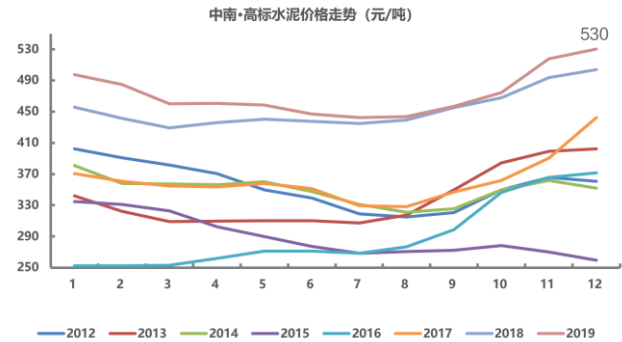
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）（月度均价）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）（月度均价）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

2. 平板玻璃：竣工数据继续改善，关注下游开工变化

2019 年 11 月全国平板玻璃产量 7701 万重箱，同比上升 7.3%，环比 8 月增速提升 3.3 个百分点；1-11 月全国平板玻璃累计产量 8 亿 4843 万重箱，同比上升 6.9%；需求方面，1-11 月全国房屋竣工面积 6.38 亿平方米，同比下滑 4.5%，环比下滑幅度减少 1 个百分点。

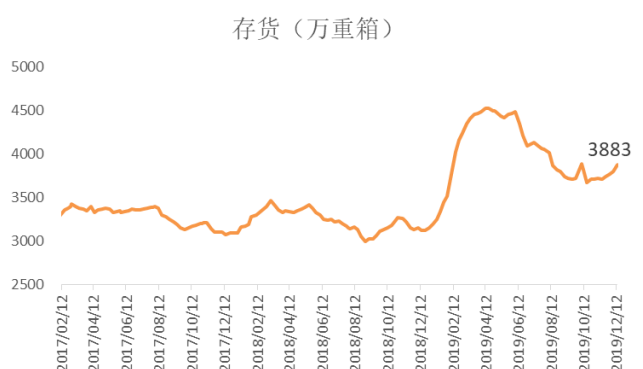
点评：据中国玻璃期货网数据显示，19 年 11 月末产能 9.41 亿重箱，产能同比下降 1.7%。18 年年初玻璃价格高，企业加快复产，导致玻璃产能恢复较多，因此整体产能基数在 18 年下半年逐渐走高，今年玻璃价格虽然在下半年逐步抬高，但是受环保、冷修成本高等因素，复产产线有限，而且近几年是行业冷修大年，冷修产线较多，11 月份再次冷修 2 条生产线。1-11 月份全国玻璃产线共冷修了 19 条线，合计减少产能 12700 吨日熔量，符合我们之前对 19 年是冷修大年的判断；冷修复产 15 条，新建产线 3 条，合计增加产能 12750 吨日熔量，整体看产能保持平稳状态。

图 11：玻璃累计产量（万重箱）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

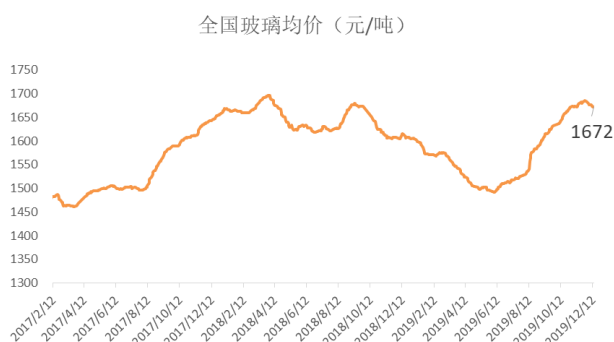
图 12：企业玻璃库存



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

当前时点玻璃行业进入淡季，下游赶工即将结束，短期需求略有减弱。需求层面看，虽然竣工数据依旧保持同比下降，但是降幅继续保持收窄，符合我们前期对竣工数据的判断，而且玻璃是竣工的最前端需求，从库存的下降幅度来看也印证了需求不差，因此价格反弹明显，从 4 月末不到 1500 元/吨，增加到当前的 1672 元/吨；短期来看，企业库存小幅抬升，主要是由于天气渐冷，也接近元旦，赶工即将进入尾声，因此北方地区需求开始减弱，南方的需求有望延续，因此价格在 11 月底达到 1685 元/吨后略有调整，未来北方玻璃企业开始逐步进入冬储节奏，预计价格会继续小幅下滑，根据历史经验一般在来年二季度开工需求回升后玻璃价格逐步走高。成本方面主要原料纯碱价格依旧在低位，短期来看，随着玻璃价格走高，企业的盈利情况有望继续改善。短期玻璃价格小幅调整，长期来看需求端的改善情况决定玻璃价格涨幅和延续性。继续推荐旗滨集团，公司业绩继续改善，作为行业龙头随着玻璃价格走高业绩弹性大。

图 13: 玻璃价格



资料来源: 中国玻璃期货网, 天风证券研究所

图 14: 纯碱价格



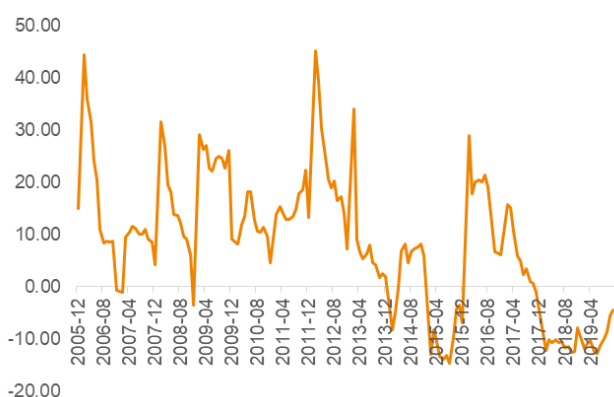
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 消费建材: 竣工单月同比高增长, 看好地产后周期

1-11 月房屋竣工面积累计同比下滑 4.5%, 降幅比前值继续收窄 1.0 个百分点, 占比约 70% 的住宅竣工面积下滑 4.5%。施工增速进入 2019 年加速明显, 1-11 月累计同比增速 8.7%, 累计增速环比前值降低 0.3 个百分点, 从月度累计增速角度看, 当前较 2015 年以来的低速状态有明显改善, 累计增速超过 5% 已经持续 11 个月。此外, 1-11 月建筑及装潢材料商品零售额同比增长 3.0%, 比前值降低 0.4 个百分点。

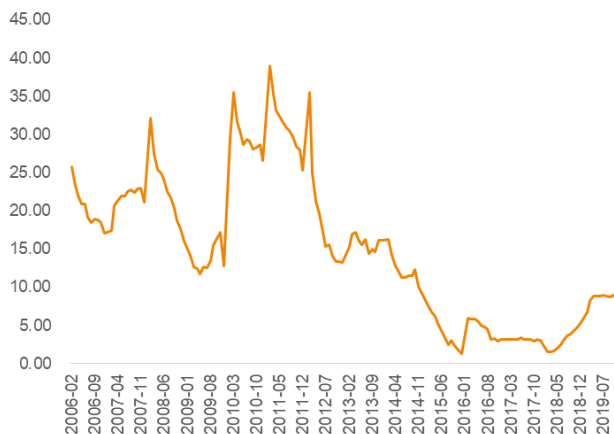
我们看好施工向竣工传导, 竣工同比增速已连续 6 个月改善, 住宅竣工改善相对更明显, 竣工端数据的改善确定性较强。建筑及装潢材料零售增速持续低迷, 与地产链融资压力以及 C 端模式不及 B 端景气有关, 我们建议关注 3 个方面, 一是品牌企业市占率有望加速提升, 主要受益行业景气底部内生整合; 二是地产精装与家装公司集采扩大趋势下, B 端增速快于 C 端零售, 关注 B 端占优标的以及 B/C 模式转换成本较低的标的; 三是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”, 我国既有建筑面积大, 旧改市场需求有望释放, 优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括, 防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居&蒙娜丽莎、管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、涂料龙头三棵树、五金龙头坚朗五金等。

图 15: 全国房屋竣工面积累计同比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 全国房屋施工面积累计同比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com