

行业定期策略

建筑材料

存量时代，关注龙头确定性机会

2019年12月20日

评级 **同步大市**

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
建筑材料	6.82	8.41	33.54
沪深300	3.05	2.32	31.29

陈日健

执业证书编号：S0530519070001  
chenrj@cfzq.com

分析师

0731-89955748

相关报告

- 《建筑材料：建材行业2019年11月月报：基建逆周期调控加强，水泥需求确定性提升》  
2019-12-05
- 《建筑材料：建材行业2019年10月月报：竣工持续回暖，关注地产后周期建材》  
2019-11-15
- 《建筑材料：建材行业2019年9月月报：水泥仍是周期首选，关注玻璃供给端进展》  
2019-10-14

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
海螺水泥	5.63	8.58	6.19	7.80	6.38	7.57	谨慎推荐
旗滨集团	0.45	10.44	0.46	10.22	0.52	9.04	谨慎推荐
东方雨虹	1.01	23.54	1.38	17.23	1.68	14.15	推荐
北新建材	1.46	15.90	0.25	92.84	1.59	14.60	推荐
帝欧家居	0.99	23.31	1.48	15.59	1.71	13.50	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 2019回顾：年初至今，申万建筑材料指数上涨39.20%，跑赢大盘18.22个百分点，跑赢沪深300指数5.44个百分点，水泥、玻璃、其他建材分别上涨46.67%、31.51%、30.78%。业绩方面，前三季度水泥净利润同比增长20.31%，业绩依然稳健；玻璃受益价格回暖，业绩环比改善；其他消费建材中To B端防水、涂料、瓷砖等细分行业业绩均维持较高增长，且超出市场预期，To C零售端业绩出现下滑，主要与精装修市场占比提升有关。
- 2020展望：房地产投资韧性较强，基建投资增速有望回升，房地产竣工面积或将持续转好，建材行业需求端仍能维持在平台期水平，在需求平稳背景下，行业集中度提升主线逻辑不变，龙头公司市占率有望继续提升。基于对行业需求平稳的判断，预计建材行业盈利水平仍能维持稳中有升，维持行业“同步大市”评级。
- 周期建材：水泥方面，我们认为其需求有望维持稳定，供给端收缩力度不会放松，水泥供需格局依旧良好，水泥价格中枢有望维持高位，行业盈利水平已从过去的高波动性向稳定性转变，优选华东、中南等格局更佳的区域。我们看好未来水泥行业估值中枢提升，建议关注盈利稳定、高股息的华东水泥龙头海螺水泥。玻璃方面，我们认为随着房屋竣工数据持续回暖，其需求恢复逐步得到验证，叠加供给端存在收缩超预期可能，2020年玻璃供需格局将有所改善，玻璃行业业绩和估值都将有提升机会，建议关注布局华东和中南的玻璃龙头旗滨集团。
- 消费建材：建议关注以下三条主线：1、随着精/全装修比例提升，地产商集采模式占比将逐步增加，工程To B端建材有望优先受益；2、随着下游地产商集中度提升，未来建材行业“马太效应”将更加凸显，头部品牌集中度有望加速提升；3、城镇老旧小区改造已经上升为国家的重要工作，“旧改”可一定程度上接力棚改，为建材市场贡献新的“增量空间”。综上，我们看好To B端细分建材龙头长期成长机会，建议关注防水材料东方雨虹、石膏板北新建材、建筑陶瓷帝欧家居。
- 风险提示：房地产、基建投资大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

## 内容目录

<b>1 行情及基本面回顾</b> .....	<b>4</b>
<b>2 周期建材：盈利稳定性更佳，龙头价值待重估</b> .....	<b>6</b>
2.1 水泥：基建逆周期调控有望加强，供需格局依旧良好.....	6
2.2 玻璃：竣工数据如期回暖，需求释放可期.....	11
<b>3 消费建材：精/全装修趋势下，关注 B 端建材确定性</b> .....	<b>13</b>
3.1 精/全装修趋势利好 B 端建材.....	13
3.2 下游集中度提升，头部品牌受益.....	15
3.3 “旧改”政策频出，打开“增量”空间.....	17
<b>4 2020 年建材行业投资策略</b> .....	<b>20</b>
4.1 2020 展望：存量时代，龙头确定性凸显.....	20
4.2 投资策略及重点公司.....	21
<b>5 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

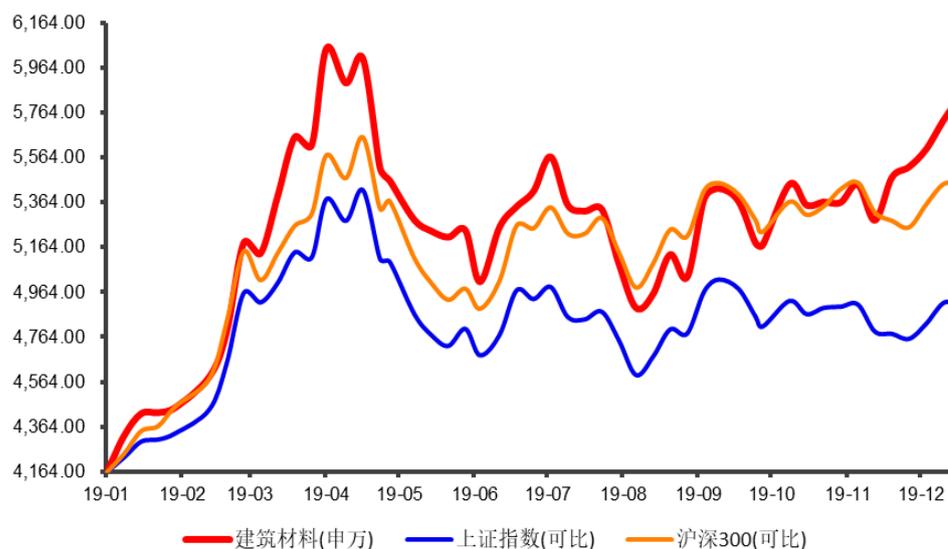
图 1：申万建材指数与大盘涨跌幅.....	4
图 2：全行业流通市值加权平均涨跌幅.....	4
图 3：建筑材料板块与 A 股 PE 估值.....	5
图 4：建筑材料板块与 A 股 PB 估值.....	5
图 5：2015-2019 年前三季度营收及其增速.....	6
图 6：2015-2019 年前三季度归母净利润及其增速.....	6
图 7：2015-2019 前三季度毛利率、净利率、费用率（%）.....	6
图 8：2019 前三季度子板块营收及归母净利润增幅.....	6
图 9：房地产新开工面积和施工面积累计增速（%）.....	7
图 10：房地产开发投资完成额及建筑工程累计增速（%）.....	7
图 11：房地产销售面积、新开工面积和购置面积累计同比（%）.....	7
图 12：基础设施建设投资累计同比增速（%）.....	8
图 13：道路、铁路、水利等投资累计同比（%）.....	8
图 14：全国水泥熟料生产线数量及设计产能变化.....	9
图 15：新增生产线条数和新增设计产能.....	9
图 16：全国各区域水泥熟料产能利用率（%）.....	10
图 17：全国各区域 CR5 水泥市场集中度（%）.....	10
图 18：全国各区域水泥价格变化趋势（元/吨）.....	11
图 19：房屋新开工与竣工面积增速“剪刀差”有望收窄.....	11
图 20：房屋竣工面积当月同比增速.....	11
图 21：浮法玻璃生产线总数及开工率.....	12
图 22：浮法玻璃总产能及产能利用率.....	12
图 23：浮法玻璃各区域价格变动情况（元/重量箱）.....	12
图 24：住宅全装修市场驱动因素分析.....	13
图 25：精/全装房市场渗透率逐步提升.....	13
图 26：精/全装修商品住宅开盘规模及变化.....	13
图 27：全国重点 70 城全装修建筑面积累计变化情况.....	14

图 28: 1-11 月全装修比例百强房企发展水平.....	14
图 29: 2018 年精装修产品配置率.....	15
图 30: 房地产销售金额市场集中度 (%) .....	16
图 31: 房地产销售面积市场集中度 (%) .....	16
图 32: 70 城百强房企累计全装修比例高于整体水平.....	16
图 33: 1-11 月全装修建筑面积百强房企集中度.....	16
图 34: 2019 年 1-11 月全国重点 70 城百强房企全装修建筑面积 TOP10 (万平方米) .....	16
图 35: 全国棚户区改造公共财政支出及同比增速.....	18
图 36: 棚户区改造 PPP 项目投资额 (亿元) .....	18
图 37: 房地产及基建同比增速变化 (%) .....	20
图 38: 非金属矿物制品业投资完成额及其增速 .....	20
图 39: 水泥产量及其增速.....	20
图 40: 平板玻璃产量及其增速.....	20
图 41: 建筑陶瓷产量及其增速.....	21
图 42: 塑料管道产量及增速 .....	21
表 1: 2019 年至今建筑材料行业个股涨跌幅情况.....	5
表 2: 2019 年下半年基建逆周期调控相关政策.....	8
表 3: 各省份 2019-2020 年水泥企业冬季错峰生产时间表 .....	10
表 4: 住宅全装修政策梳理.....	14
表 5: 2018-2019 年中国房地产开发企业 500 强首选建材品牌前 3 强.....	17
表 6: 2019 年“旧改”相关政策.....	18
表 7: 安徽省城市老旧小区整治改造主要内容及建材需求.....	19

## 1 行情及基本面回顾

截至12月19日,建材板块走势大幅领先于大盘,申万建筑材料指数全年上涨39.20%,跑赢上证指数18.22个百分点,跑赢沪深300指数5.44个百分点。从子板块涨跌幅来看,水泥、玻璃、其他建材分别上涨46.67%、31.51%、30.78%。

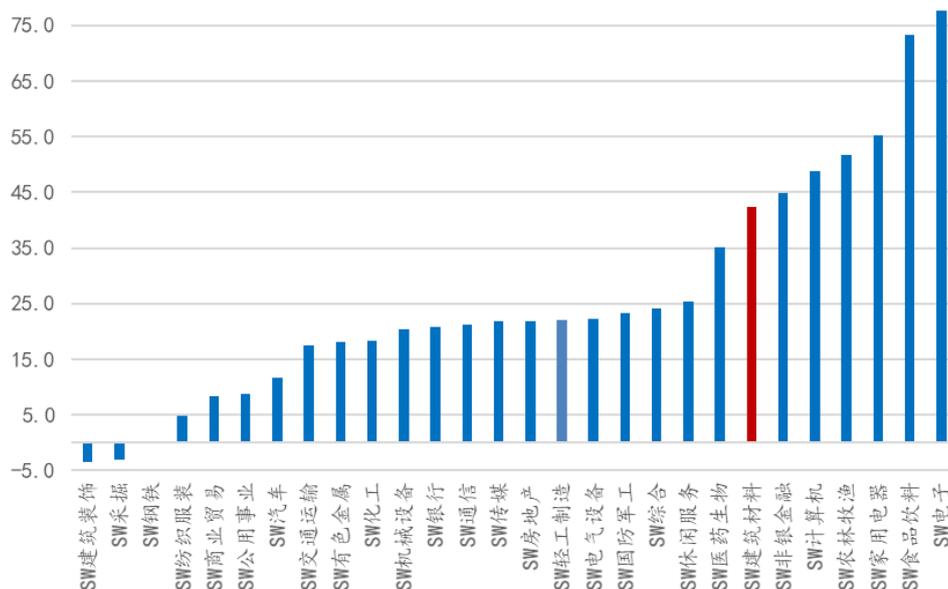
图 1: 申万建材指数与大盘涨跌幅



资料来源: Wind, 财富证券

截至12月19日,从全行业流通市值加权平均涨跌幅来看,在申万28个一级行业中,建筑材料板块位居第7,涨幅为42.7%,处于全行业上游水平。

图 2: 全行业流通市值加权平均涨跌幅



资料来源: Wind, 财富证券

个股方面，截至 2019 年 12 月 19 日，在申万建筑材料行业中，全年仅 14 家下跌，涨幅靠前的个股有坚朗五金、上峰水泥、华新水泥、开尔新材、东方雨虹等，大多为水泥和其他建材，跌幅靠前的个股有韩建河山、三圣股份和顾地科技等。

表 1：2019 年至今建筑材料行业个股涨跌幅情况

涨幅前十个股			跌幅前十个股		
证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)
002791.SZ	坚朗五金	194.50	603616.SH	韩建河山	-27.63
000672.SZ	上峰水泥	107.35	002742.SZ	三圣股份	-25.65
600801.SH	华新水泥	101.34	002694.SZ	顾地科技	-21.53
300234.SZ	开尔新材	97.71	603856.SH	东宏股份	-17.14
002271.SZ	东方雨虹	86.43	002333.SZ	*ST 罗普	-16.77
002918.SZ	蒙娜丽莎	83.56	300117.SZ	嘉寓股份	-9.87
600720.SH	祁连山	82.89	002718.SZ	友邦吊顶	-8.47
300093.SZ	金刚玻璃	81.67	002163.SZ	中航三鑫	-6.37
000786.SZ	北新建材	73.00	300374.SZ	恒通科技	-5.20
600585.SH	海螺水泥	72.13	600881.SH	亚泰集团	-5.14

资料来源：Wind，财富证券

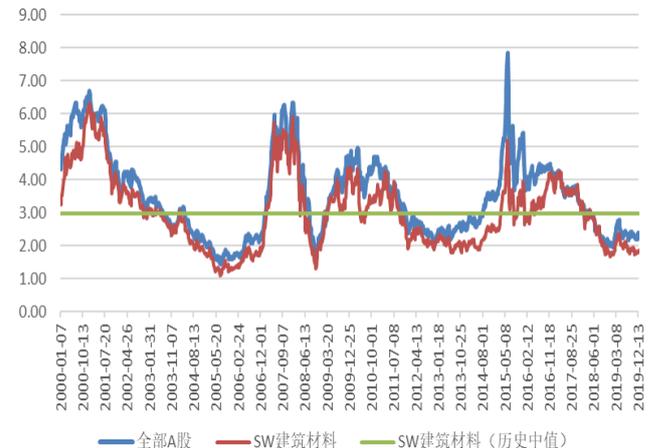
估值方面，截至 2019 年 12 月 19 日，申万建筑材料板块 PE 中位数 (TTM，剔除负值) 为 19.42 倍，相对 A 股折价 40.7%，处于 2000 年以来历史估值后 1.68% 的分位，历史估值中值为 39.0 倍。从 PB 估值来看，申万建筑材料板块 PB 中位数 (最新) 1.85 倍，相对 A 股折 22.2%，处于 2000 年以来历史估值后 13.3% 的分位，历史估值中值为 2.91 倍。整体而言，建材板块仍处于历史较低估值水平，具有一定吸引力。

图 3：建筑材料板块与 A 股 PE 估值



资料来源：Wind，财富证券

图 4：建筑材料板块与 A 股 PB 估值

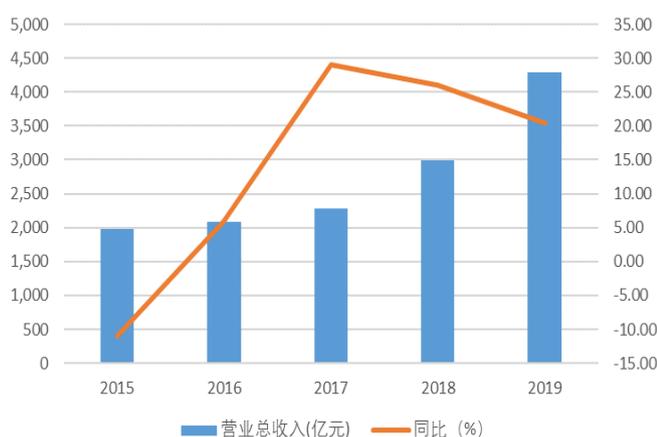


资料来源：Wind，财富证券

业绩方面，2019 年前三季度，申万建材板块实现营业收入 4295 亿元，同比增长 20.48%，增速较上年同期下降 5.45 个百分点，行业中位数增速为 9.1%；实现归母净利润 534 亿元，同比增长 17.64%，增速较上年同期下降 65.1 个百分点，行业中位数增速为 17.9%。盈利能力方面，建材板块整体毛利率为 29.61%，较上年同期下降 1.41 个百分点；期间费用率

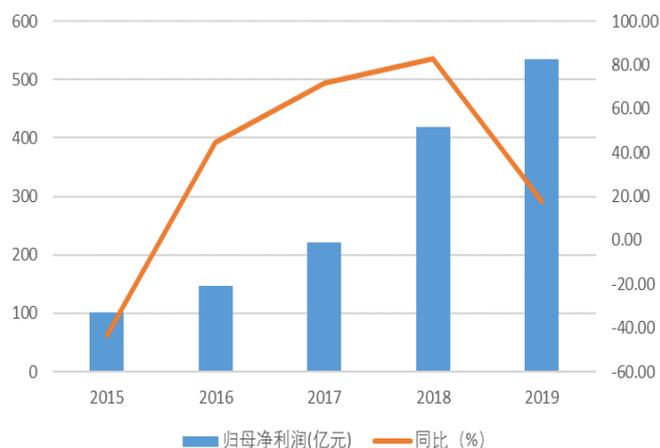
为 10.74%，同比下降 0.68 个百分点；净利率为 13.95%，同比下降 0.93 个百分点。分子板块来看，水泥前三季度净利润同比增长 20.31%，业绩依然稳健；玻璃受益价格回暖，Q3 盈利改善，前三季度盈利同比增长 8.36%；管材由于去年低基数效应，今年盈利大幅改善；其他消费建材中 To B 端防水、涂料、瓷砖等细分行业业绩均维持较高增长，且超出市场预期，To C 零售端业绩出现下滑，主要与精装修市场占比提升有关。

图 5：2015-2019 年前三季度营收及其增速



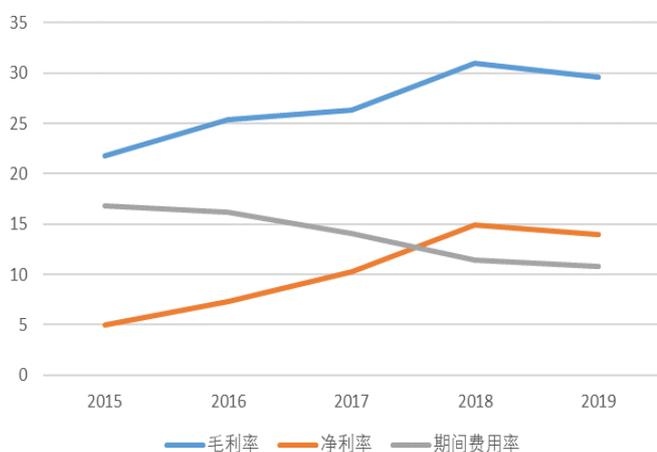
资料来源：Wind，财富证券

图 6：2015-2019 年前三季度归母净利润及其增速



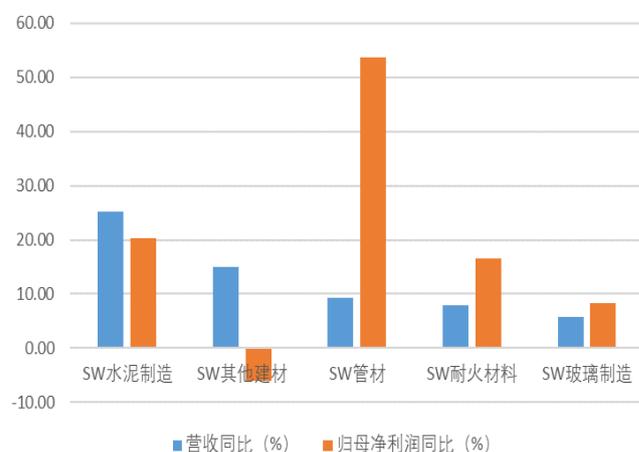
资料来源：Wind，财富证券

图 7：2015-2019 前三季度毛利率、净利率、费用率(%)



资料来源：Wind，财富证券

图 8：2019 前三季度子板块营收及归母净利润增幅



资料来源：Wind，财富证券

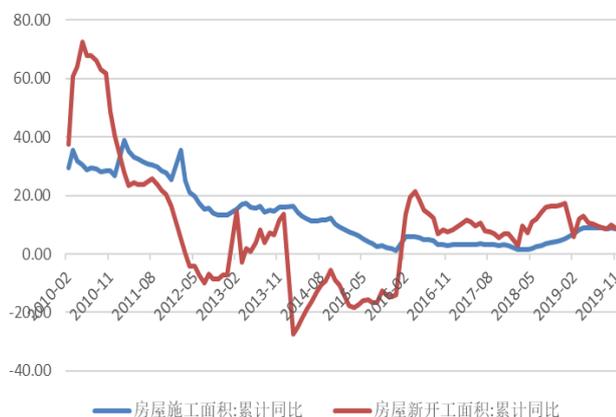
## 2 周期建材：盈利稳定性更佳，龙头价值待重估

### 2.1 水泥：基建逆周期调控有望加强，供需格局依旧良好

2019 年 1-11 月，房屋新开工面积同比增长 8.6%，增速环比回落 1.4 个百分点，房屋施工面积同比增长 8.7%，增速较 1-10 月份回落 0.3 个百分点。在房屋新开工与施工均维

持较高增速背景下，1-11 月份，全国房地产建筑工程投资完成额同比增长 11.1%，我们认为房地产投资韧性为 2019 年水泥需求超预期的主要因素。

图 9：房地产新开工面积和施工面积累计增速（%）



资料来源：Wind，财富证券

图 10：房地产开发投资完成额及建筑工程累计增速（%）



资料来源：Wind，财富证券

受房地产调控政策影响，2019 年以来商品房销售面积累计增速持续负增长，直到 10 月份首次回正，1-11 月累计同比增长 0.2%。从房地产产业链传导逻辑来看，商品房销售面积作为房地产下游需求的衡量指标领先于房屋新开工面积和购置土地面积。随着房屋销售数据下滑，2019 年购置土地面积增速随之大幅下降，近期略有回升，但仍为负增长。我们预计房地产调控政策短期内不会放松，在房地产销售数据未有明显改善情况下，购置土地面积负增长或仍将持续，2020 年房屋新开工增速将有所下滑，房地产投资增速也将高位回落，但考虑到销售数据已有回暖迹象，预计房地产投资整体仍能维持较强韧性。

图 11：房地产销售面积、新开工面积和购置面积累计同比（%）



资料来源：Wind，财富证券

基建方面，1-11 月，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%，增速较 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%，增速提升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理业投资增长 1.7%，增速回落 1.1 个百分点。

图 12：基础设施建设投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 财富证券

图 13：道路、铁路、水利等投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 财富证券

2019 年基建投资增速不及预期，国内经济下行压力加大，基建逆周期调控成为当务之急。从 2019 年中至今，中共中央、国务院、财政部等部门发布一系列相关政策，加强逆周期调控，如财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，国务院下调部分基础设施项目最低资本金比例等。根据全国投资项目在线审批监管平台数据，2019 年前 11 月中央、地方累计申报项目投资额同比增长 35%，基建投资意向较为强烈。我们预计随着财政政策发力，叠加货币政策松紧适度，2020 年基建投资增速有望回升，且基建投资将成为水泥需求端的关键因子。

表 2：2019 年下半年基建逆周期调控相关政策

时间	部门	具体内容
2019 年 6 月	中共中央 国务院	发布《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》，要求精准聚焦重点领域和重大项目，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。
2019 年 9 月	国务院	加大力度做好“六稳”工作，用好逆周期调节政策工具；明确加快地方专项债发行使用的措施，扩大并明确了专项债可用作项目资本金的重大基础设施领域范围。
2019 年 9 月	央行	全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。
2019 年 9 月	发改委	发布《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，要求加快铁路专用线建设，打通铁路运输“最后一公里”，发布铁路专用线重点项目（2019-2020 年）。
2019 年 9 月	中共中央 国务院	印发《交通强国建设纲要》，要求完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务，明确 2021 年到本世纪中叶交通强国建设目标。
2019 年 11 月	财政部	为加快地方政府专项债券发行使用进度，带动有效投资支持补短板

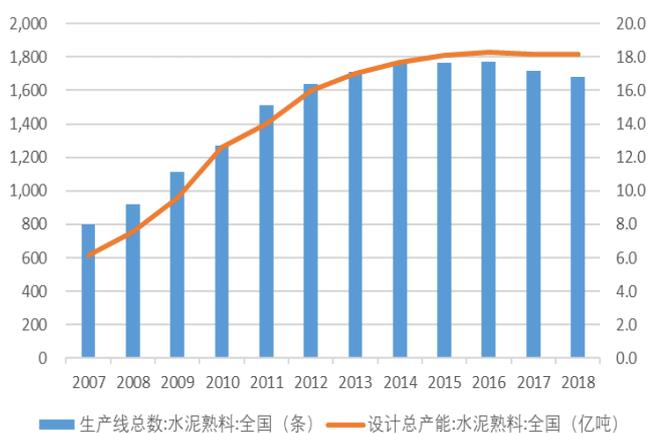
2019年11月	国务院	扩内需,财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元,占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。 印发《关于加强固定资产投资项目的资本金管理的通知》,适当降低基础设施项目最低资本金比例,其中港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由25%调整为20%。
2019年12月	中共中央	召开政治局会议,分析研究2020年经济工作,提出运用好逆周期调节工具、加强基础设施建设等要求。

资料来源:中国政府网、发改委、财政部、财富证券

产能方面,截止到2018年底,全国新型干法水泥生产线累计1681条,设计熟料产能维持在18.2亿吨,实际年熟料产能依旧超过20亿吨,产能总量与2017年相当。从新增产能来看,2018年全国新点火水泥熟料生产线合计14条,全部为产能置换项目,年度新点火熟料设计产能为2043万吨,与2017年基本持平,预计2019年新增产能在2500万吨左右,新增产能相对可控。工业和信息化部于2017年12月印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》,要求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。我们认为随着供给侧改革持续推进,水泥熟料产能收缩仍为大势所趋。

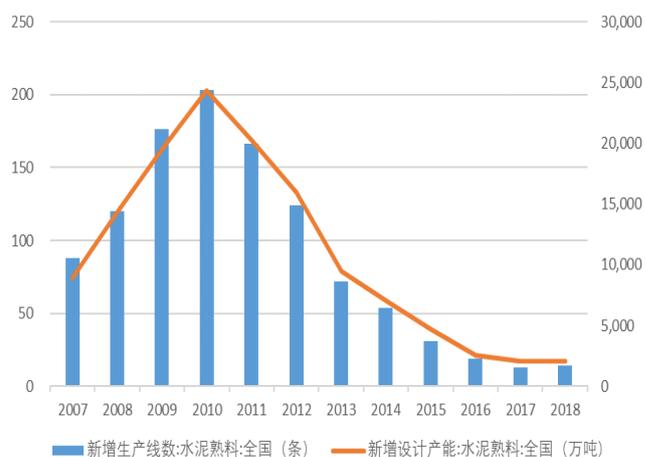
2019年12月中央政治局会议上提出2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年,要坚持以供结构性改革为主线,坚决打赢三大攻坚战,其中要求确保实现污染防治攻坚战阶段性目标。早在2019年9月,生态环境部、发改委等部门发布《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》,提出2020年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的目标年、关键年,各地要充分认识到2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚的重要性和紧迫性。从各省份2019-2020年水泥企业冬季错峰生产时间表,整体错峰生产时间与2018-2019年水平相当,但我们认为2020年为“十三五”收官之年,污染防治目标为重中之重,在环保趋严背景下,水泥供给收缩力度不排除有提升可能。

图 14: 全国水泥熟料生产线数量及设计产能变化



资料来源: Wind, 财富证券

图 15: 新增生产线条数和新增设计产能



资料来源: Wind, 财富证券

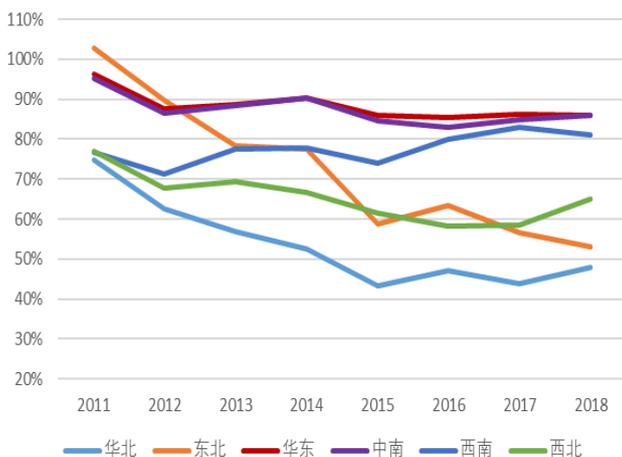
表 3：各省份 2019-2020 年水泥企业冬季错峰生产时间表

省份	停窑时长	具体错峰时间
黑龙江	6 个月	2019 年 10 月 20 日至 2020 年 4 月 20 日
吉林	143 天	2019 年 11 月 10 日至 2020 年 3 月 31 日
辽宁	5 个月	2019 年 11 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日
河南	4 个月	2019 年 11 月 1 日至 12 月 31 日；2020 年 2 月 1 日至 3 月 31 日
内蒙古	4 个月	2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日
山东	4 个月	2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日
山西	4 个月	2019 年 10 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日
甘肃	90 天	2019 年 10 月 20 日至 2020 年 3 月 31 日
陕西	4 个月	2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日
湖南	40 天	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日
宁夏	101 天	2019 年 12 月 1 日-2020 年 3 月 10 日。
浙江(衢州)	30 天	2019 年 12 月 17 日至 2020 年 3 月 31 日
新疆	4 个月	和田：2019 年 12 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日
	5 个月	喀什、克州：2019 年 11 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日
	6 个月	阿克苏、巴州：2019 年 11 月 1 日至 2020 年 4 月 1 日；2020 年 5 月 1 日至 2020 年 6 月 1 日
	7 个月	其他地州市：2019 年 11 月 1 日至 2020 年 5 月 1 日；2020 年 6 月 1 日至 2020 年 7 月 1 日

资料来源：数字水泥网、财富证券

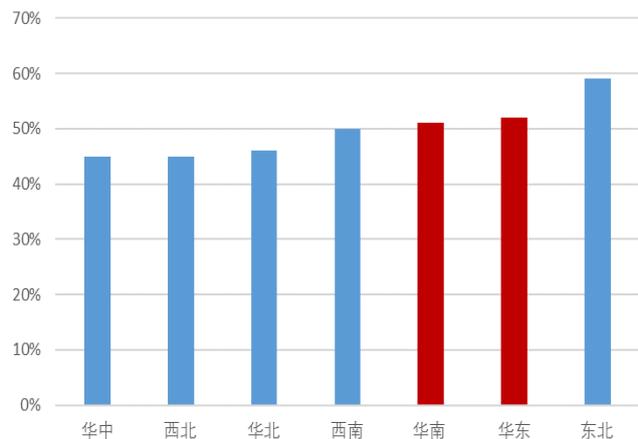
分区域来看，华东、中南地区水泥熟料产能利用率近年来均维持在 85% 以上，区域景气度高于其他地区，表明区域需求较为旺盛，同时，华东和华南地区 CR5 市场集中度均在 50% 以上，市场竞争格局优异，有利于供给调节。良好的供需格局使得华东、中南区域的水泥价格远高于其他地区，我们认为华东、中南地区经济发展迅速，相对应房地产投资和基建投资需求稳定，未来仍然是水泥市场区域性需求的主要动力。

图 16：全国各区域水泥熟料产能利用率 (%)



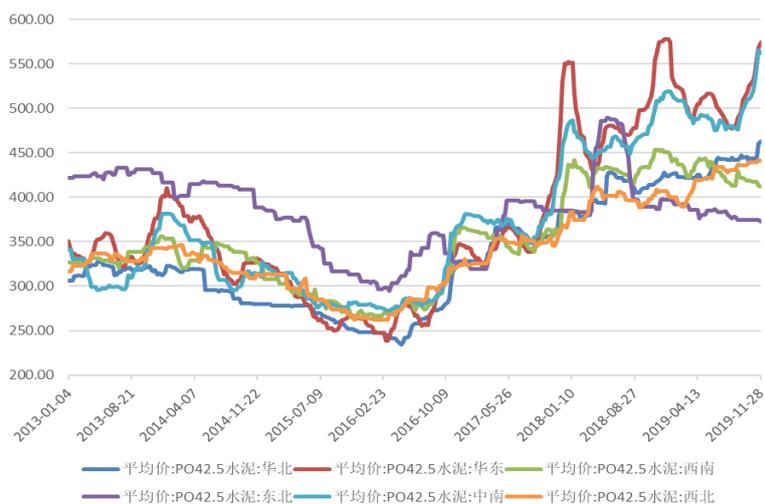
资料来源：Wind，财富证券

图 17：全国各区域 CR5 水泥市场集中度 (%)



资料来源：Wind，财富证券

图 18：全国各区域水泥价格变化趋势（元/吨）



资料来源：Wind，财富证券

总体而言，我们认为水泥需求有望维持稳定，供给端收缩力度不会放松，水泥供需格局依旧良好，水泥价格中枢有望维持高位，行业盈利水平已从过去的高波动性向稳定性转变，优选华东、中南等格局更佳的区域。我们看好未来水泥行业估值中枢提升，建议关注盈利稳定、高股息的华东水泥龙头海螺水泥。

## 2.2 玻璃：竣工数据如期回暖，需求释放可期

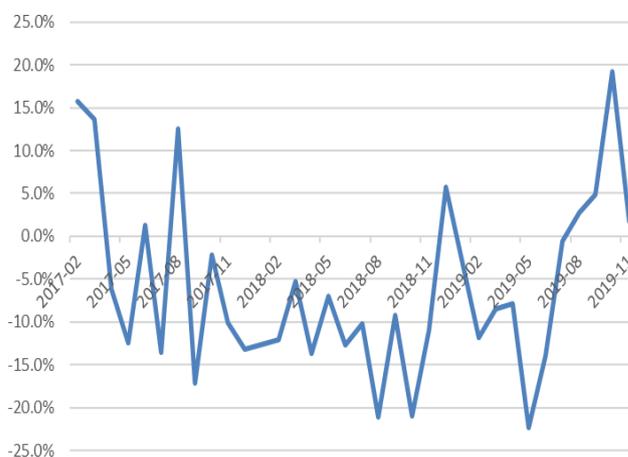
根据房地产施工周期和历史数据分析，房屋新开工面积增速是房屋竣工面积增速的先行指标，但自 2016 年开始，住宅新开工面积保持增长，竣工面积却持续下降，2018 年住宅新开工面积增速高达 19.7%，而竣工面积则同比下滑 8.1%，两者持续背离。2019 年 8 月以来，房屋当月竣工面积增速连续转正，累计增速虽为负，但下降幅度持续收窄，1-11 月累计增速环比收窄 1.0 个百分点至-4.5%，房屋竣工面积有望迎来修复窗口，房屋新开工与竣工面积增速“剪刀差”也将继续收窄，玻璃下游需求或将继续回暖。

图 19：房屋新开工与竣工面积增速“剪刀差”有望收窄



资料来源：Wind、财富证券

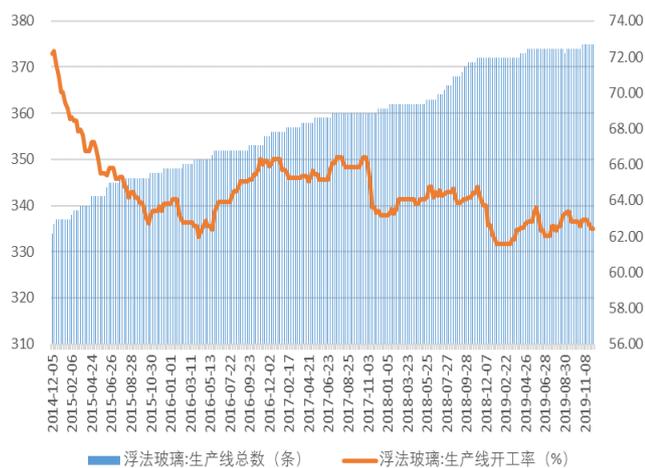
图 20：房屋竣工面积当月同比增速



资料来源：Wind、财富证券

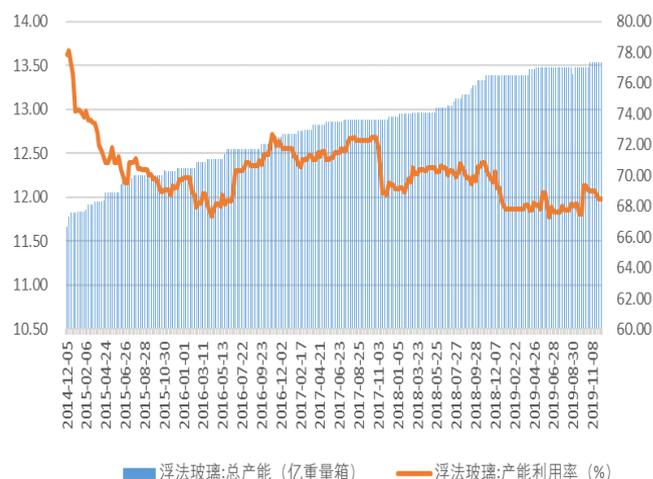
产能方面，截至 12 月 13 日，全国浮法玻璃生产线总数约 375 条，其中在产 236 条生产线，开工率为 62.67%；总产能 13.54 亿重量箱左右，在产玻璃产能仅约 9.27 亿重量箱，产能利用率为 68.45%，其余的受政策、环保等多种因素影响，处于停产、搬迁状态。我们认为在供给侧改革持续推进背景下，玻璃总产能将维持平稳，且随着“去违建”及“去非标”产能督查密集展开，玻璃实际产能有望逐步减少。此外，与水泥行业类似，2020 年环保督查力度或将有所趋严，阶段性限产将使玻璃供给收缩存在超预期可能。

图 21：浮法玻璃生产线总数及开工率



资料来源：Wind、财富证券

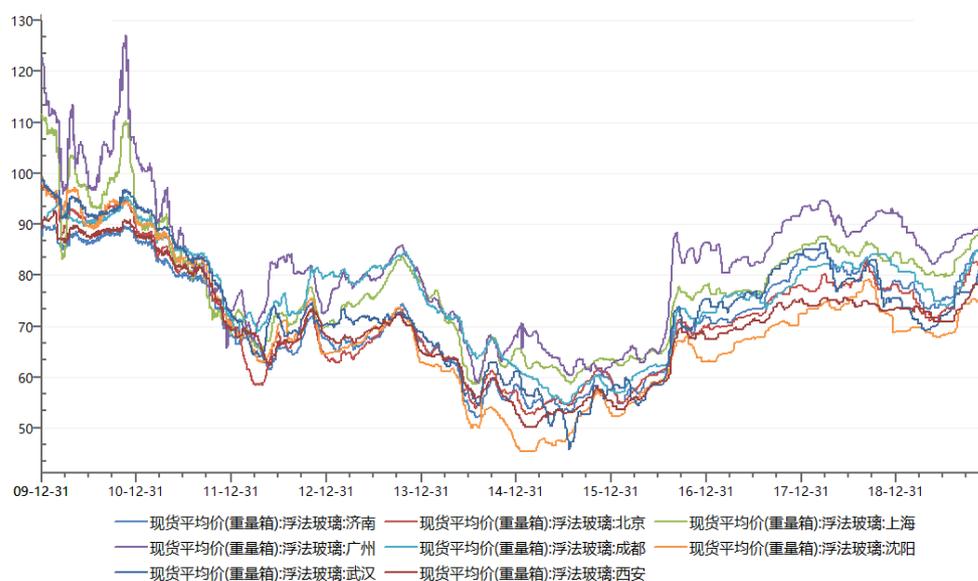
图 22：浮法玻璃总产能及产能利用率



资料来源：Wind、财富证券

受运输半径影响，玻璃存在一定的区域性差异，华南、华东地区需求较好，玻璃价格较其他地方有较高的溢价。我们认为随着房屋竣工数据持续回暖，玻璃需求恢复逐步得到验证，叠加供给端存在收缩超预期可能，2020 年玻璃供需格局将有所改善，玻璃行业业绩和估值都将有提升机会，建议关注布局华东和中南地区的玻璃龙头旗滨集团。

图 23：浮法玻璃各区域价格变动情况（元/重量箱）



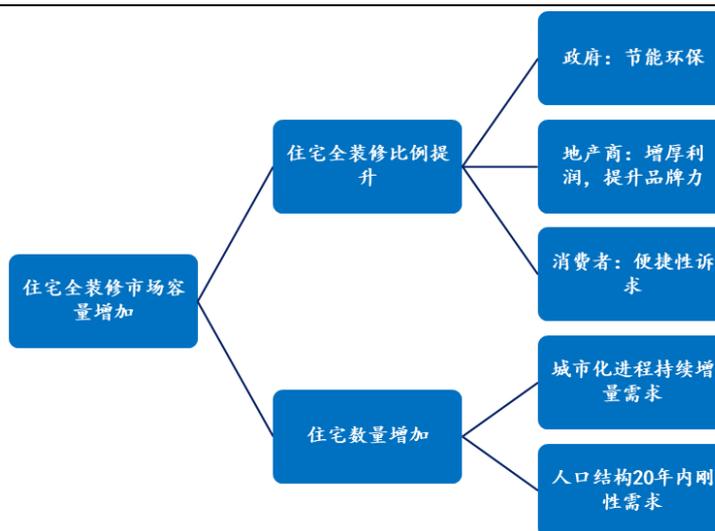
资料来源：Wind、财富证券

### 3 消费建材：精/全装修趋势下，关注 B 端建材确定性

#### 3.1 精/全装修趋势利好 B 端建材

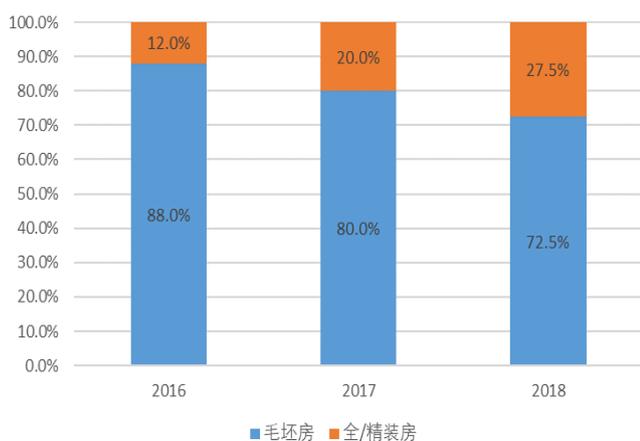
全装修是指在房屋交付前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完毕，达到基本入住标准，精装修则是在全装修的基础上提升装修的档次和规格。由于全/精装修房具有节能环保、高便捷以及可以增厚地产商利润等优点，已成为商品房住宅供应的主要趋势。

图 24：住宅全装修市场驱动因素分析



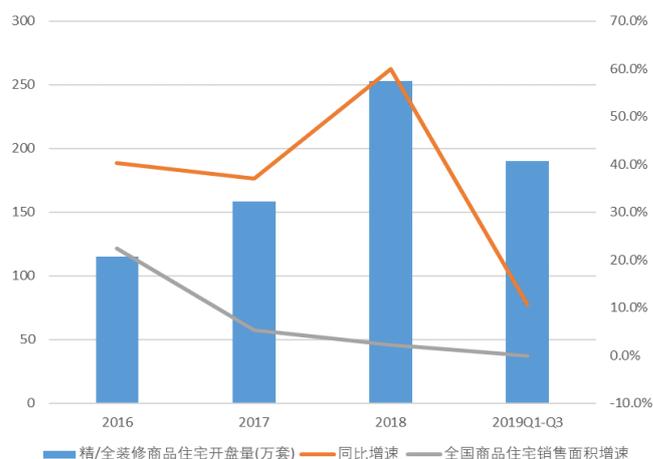
资料来源：财富证券

图 25：精/全装房市场渗透率逐步提升



资料来源：奥维云网，财富证券

图 26：精/全装修商品住宅开盘规模及变化



资料来源：奥维云网，Wind，财富证券

近年来，我国发布一系列政策文件，大力推广住宅全装修，奥维云网数据显示，我国 2018 年精/全装房市场渗透率为 27.5%，呈逐步上升态势。根据住建部《建筑业“十三

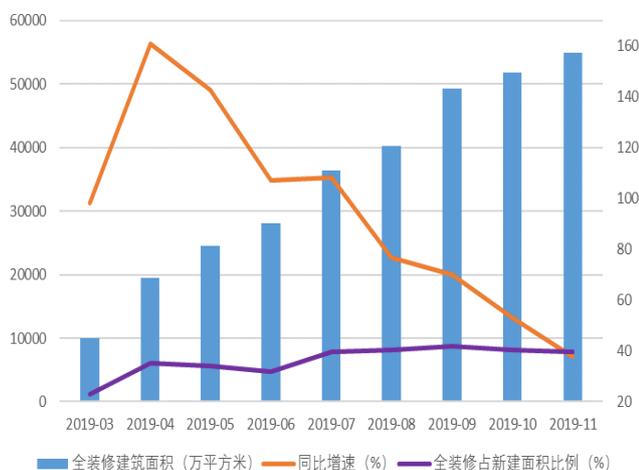
五”规划》要求，到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%，预计2019年该目标有望提前完成。在全国商品住宅销售面积增速下滑背景下，精/全装修商品住宅市场依然保持较快的增长态势，根据奥维云网地产大数据显示，2019年1-9月，全国精/全装修商品住宅开盘规模接近190万套，同比增幅超过10.7%，从侧面也表明精装修商品房市渗透率在持续提升。

表 4：住宅全装修政策梳理

时间	颁发部门	政策名称	相关内容
1999年	国务院	《关于推进住宅产业化现代化提高住宅质量的若干意见》	提出加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。
2002年	建设部	《商品住宅装修一次到位实施细则》	明确提出推行装修一次到位的根本目的在于逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房，同时标志着全国第一个关于商品住宅精装修的实施细则以及相关技术标准的出台。
2006年	建设部	《国家住宅产业化基地试行办法》	提出要大力发展节能型住宅，推动住宅产业化，其中关键技术领域就包括“符合工厂化、标准化、通用化的住宅装修部品和成套技术”。
2008年	住建部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	提出要引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式。
2011年	住建部	《建筑业“十二五”规划》	提出要鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013年	国务院、发展改革委、住建部	《绿色建筑行动方案》	提出要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2017年	住建部	《建筑业“十三五”规划》	提出到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。

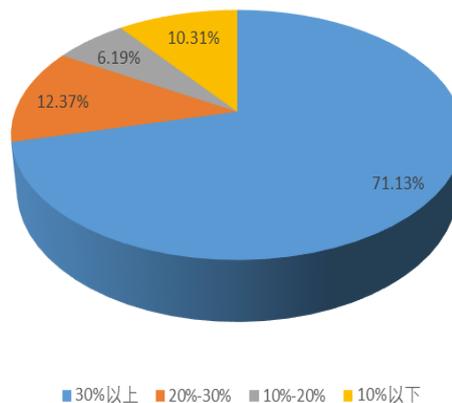
资料来源：国务院、住建部、发改委，财富证券

图 27：全国重点 70 城全装修建筑面积累计变化情况



资料来源：优采平台，财富证券

图 28：1-11 月全装修比例百强房企发展水平

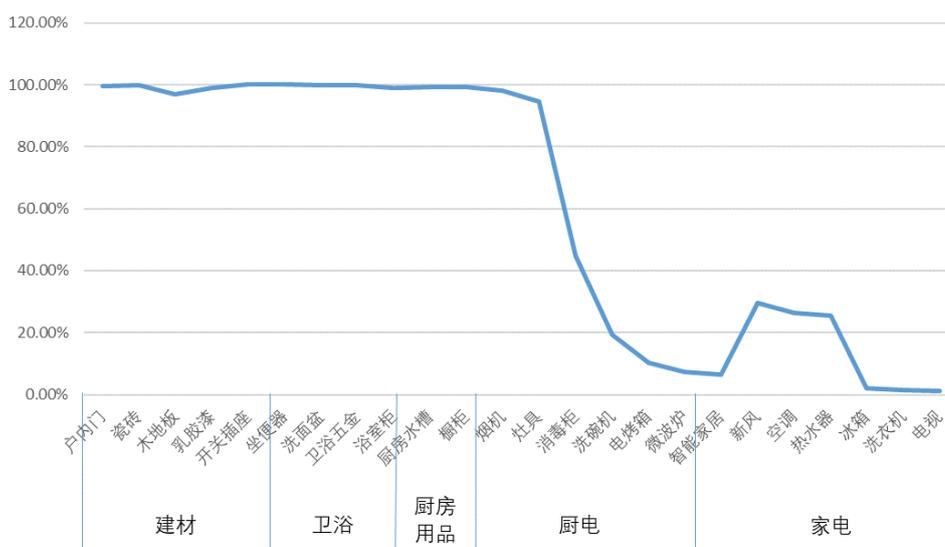


资料来源：优采平台，财富证券

从全国重点 70 城数据来看，2019 年 1-11 月新开盘建筑面积 13.82 亿平方米，其中全装修建筑面积 5.50 亿平方米，同比增长 37.67%，占新开盘面积的 39.79%，全装修比例亦呈稳定上升趋势。从全国重点 70 城百强房企全装修比例来看，2019 年 1-11 月，全装修比例在 30% 以上的房企占比 71.13%，表明大多数房企均已开始推广全装修住宅。

根据奥维云网数据，2018 年精装修市场中，建材、卫浴、厨房用品配置率均在 96% 以上，已成为精装房的标配。随着精/全装修比例提升，地产商集采模式占比将逐步增加，工程 To B 端建材有望优先受益，在存量市场下，零售端市场或将受到挤压。

图 29：2018 年精装修产品配置率



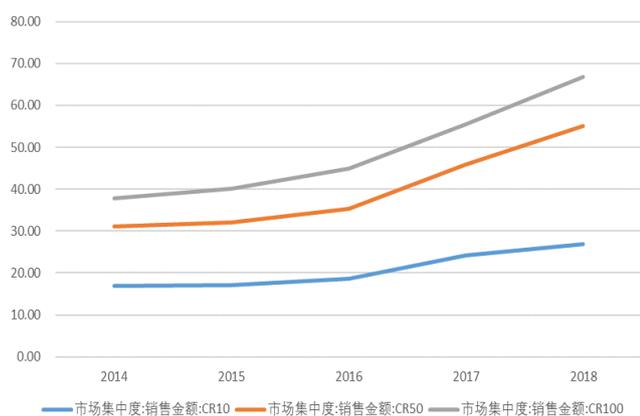
资料来源：奥维云网，财富证券

### 3.2 下游集中度提升，头部品牌受益

从下游房地产发展趋势来看，近年来房地产行业集中度提升趋势明显，2016 年以来更有加速提升态势，2018 年房地产销售额 CR10、CR50 和 CR100 分别为 26.89%、55.10%、66.73%，较 2017 年提升了 2.73、9.31、11.21 个百分点；房地产销售面积 CR10、CR50 和 CR100 分别为 19.08%、36.43%、43.71%，较 2017 年提升了 3.70、8.87、10.84 个百分点。

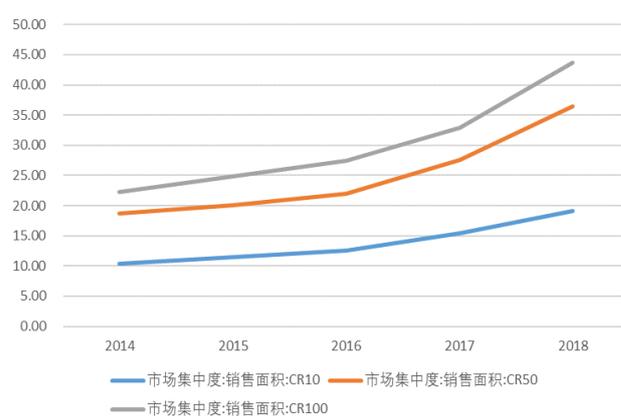
从 2019 年 1-11 月全国重点 70 城百强房企累计全装修比例变化情况来看，百强房企全装修比例均高于整体水平，截至 11 月末，百强房企全装修建面比例为 49%，超过整体水平 9.21 个百分点，表明全装修新建面积更多集中在百强房企之内。而从 1-11 月全装修建筑面积百强房企集中度来看，TOP1-10 房企全装修建筑面积占比达 46.5%，接近全国一半，较 1-3 月提升 0.85 个百分点，进一步表明全装修市场主要集中在百强房企的头部企业，且集中度亦有提升趋势。从 TOP10 全装修建筑面积房企来看，前 10 家房企中有 6 家是 TOP1-10 梯队房企，其中排名前三的是碧桂园、万科地产和中国恒大。

图 30：房地产销售金额市场集中度 (%)



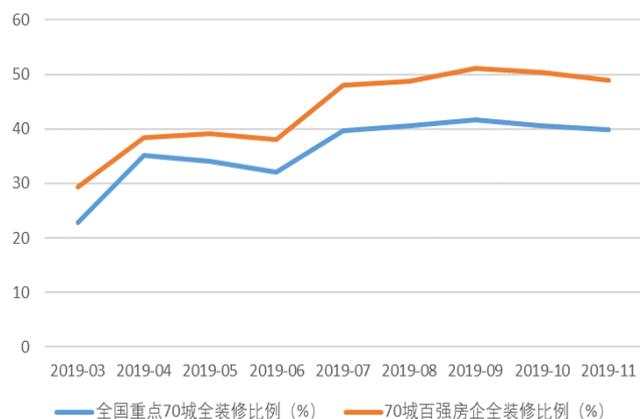
资料来源：Wind，财富证券

图 31：房地产销售面积市场集中度 (%)



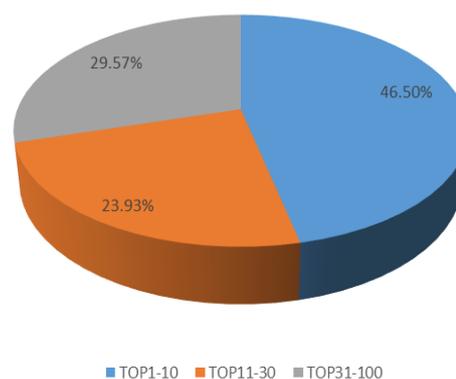
资料来源：Wind，财富证券

图 32：70 城百强房企累计全装修比例高于整体水平



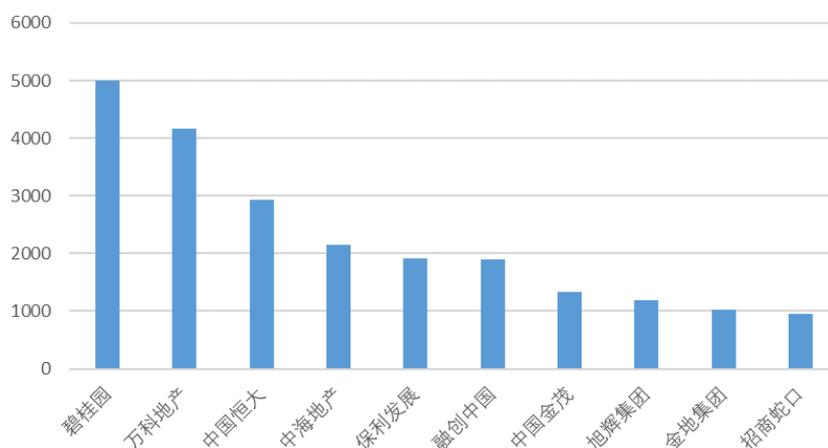
资料来源：优采平台，财富证券

图 33：1-11 月全装修建筑面积百强房企集中度



资料来源：优采平台，财富证券

图 34：2019 年 1-11 月全国重点 70 城百强房企全装修建筑面积 TOP10 (万平方米)



资料来源：优采平台，财富证券

大型房企采购建材时常以集采方式为主，若建材企业能成功中标集采项目，随着下游地产商集中度提升，建材企业仍能获得较大的增长空间。由于大型房企集采模式对建材企业资金、品牌、质量和服务均有更高的要求，因此其选择合作商时往往倾向市场中已经跑出的优质细分龙头，未来建材行业“马太效应”将更加凸显，头部品牌集中度有望加速提升。从中国房地产开发企业 500 强首选建材品牌来看，各细分行业龙头首选率均位居前列，且较 2018 年有提升态势，如防水材料东方雨虹、五金配件坚朗五金、建筑涂料国产品牌三棵树和亚士创能、建筑陶瓷上市企业蒙娜丽莎和欧神诺、石膏板北新建材等均在各自领域成功实现市占率提升，且该趋势仍有望延续。

**表 5：2018-2019 年中国房地产开发企业 500 强首选建材品牌前 3 强**

类别	品牌	2018 首选率	2019 首选率
防水材料	东方雨虹	25%	36%
	科顺防水	19%	20%
	宏源防水	19%	8%
五金配件	坚朗五金	17%	18%
	合和五金		14%
	兴三星云科技		10%
建筑涂料	立邦漆	19%	20%
	三棵树	17%	19%
	亚士漆	16%	18%
保温材料	卧牛山	16%	17%
	亚士创能	13%	14%
	金隅节能	11%	12%
管件管材	联塑	25%	29%
	伟星	14%	15%
	日丰	12%	14%
建筑陶瓷	马可波罗	19%	20%
	蒙娜丽莎	16%	17%
	欧神诺	12%	14%
石膏板	北新建材	29%	29%
	泰山石膏	16%	15%
	可耐福	11%	12%

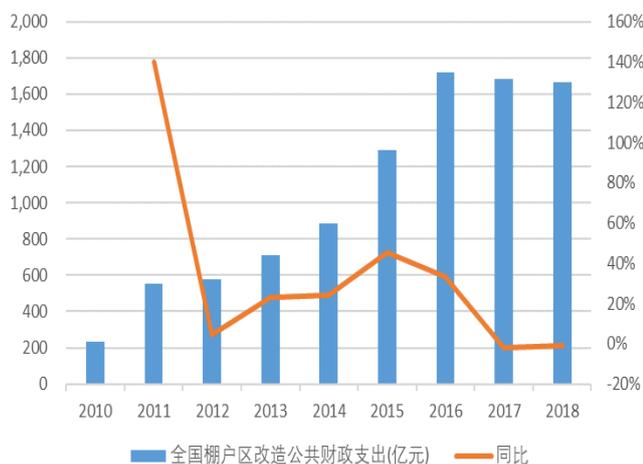
资料来源：优采平台，财富证券

### 3.3 “旧改”政策频出，打开“增量”空间

近年来，作为房地产去库存的手段之一，棚改得到快速发展，其中货币化安置占比

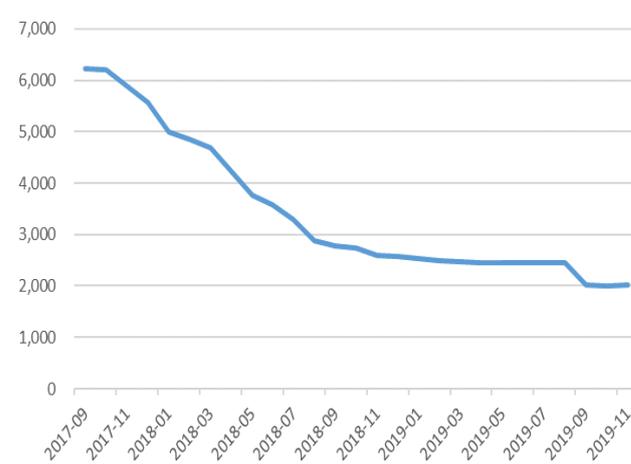
逐步提升，间接也拉动了房价的快速上涨。在 2016 年“房住不炒”政策提出开始，房地产调控日益趋严，棚改规模也有所下降，货币化安置比例受到限制，棚改阶段性高点已过。在此背景下，中央部署推进城镇老旧小区改造，我们认为“旧改”可一定程度上接力棚改，为建材市场贡献新的“增量空间”。

图 35：全国棚户区改造公共财政支出及同比增速



资料来源：Wind，财富证券

图 36：棚户区改造 PPP 项目投资额（亿元）



资料来源：Wind，财富证券

老旧小区是指城市、县城（城关镇）建成于 2000 年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区。已纳入城镇棚改计划、拟通过拆除新建（改建、扩建、翻建）实施改造的棚户区（居民住宅），以及居民自建房为主的区域和城中村等，不属于老旧小区范畴。2017 年底，住建部在厦门、广州等 15 个城市启动了城镇老旧小区改造试点，截至 2018 年 12 月，试点城市共改造老旧小区 106 个，惠及 5.9 万户居民，形成了一批可复制可推广的经验。

2019 年以来中央层面多次强调做好老旧小区改造工作，城镇老旧小区改造已经上升为国家的重要工作，拥有“既保民生又稳投资同时拉内需”的重要作用。据住建部初步统计，全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。国务院参事仇保兴曾指出，据初步估算我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元，如改造期为五年，每年可新增投资约 8000 亿元以上。

表 6：2019 年“旧改”相关政策

时间	颁发部门	政策文件或会议	相关内容
2019 年 3 月	国务院	《政府工作报告》	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施。
2019 年 4 月	住建部、发改委、财政部	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	19 年起将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程，给予中央补助资金，中央补助项目的获得条件为改造内容包含水电路气中的 2 项或加装电梯，且 19 年必须开工。
2019 年 6 月	国务院	国务院常务会议	抓紧明确改造标准和对象范围；重点改造建设小区水电路气及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设

2019年7月	国务院	国新办政策吹风会	施；今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金。城镇老旧小区改造上升为国家的重要工作，既保民生又稳投资同时拉内需；改造内容分为保基本的配套设施、提升类的基础设施和完善公共服务三类，先从保基本开始。
2019年12月	中共中央	中央经济工作会议	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。

资料来源：国务院、住建部、发改委，财富证券

城镇老旧小区由于原来设计标准较低，维护、养护不到位，有几个突出问题：一是管网破旧，上下水、电网、煤气、光纤等缺失和老化非常严重；二是公共服务缺失，如养老、抚幼、物业、文化娱乐、健身、机动车和非机动车的存放等；三是没有物业管理，公共环境普遍比较差，包括道路破损、秩序混乱、私搭乱建等。以安徽省《城市老旧小区整治改造技术导则》为例，老旧小区整治改造包括小区基础设施、公共设施、消防安防、房屋整修和建筑节能等多个环节。其中，涉及到的建材需求主要包括防水材料、管材、涂料、水泥、玻璃、保温材料、五金材料等，相关领域的建材龙头有望凭借其丰富的工程经验、品牌优势等在“增量”市场中脱颖而出。

表 7：安徽省城市老旧小区整治改造主要内容及建材需求

整治大类	小类	细分内容	建材需求
基础设施整治	小区道路整治	沥青混凝土道路、水泥混凝土路面、砌块路面	防水材料、水泥砂石
	综合管线整治	燃气管道、给水管道、消防管网、排水系统、供电线路、光纤	PE、PVC等管道
	环卫设施整治	垃圾箱	
房屋综合整治	屋面修缮	防水层、排水管	防水材料、管道
	立面整治	防渗、粉刷处理	涂料
	楼道整修	护栏、扶手整修、灯具更换	五金材料
公共设施整治	公共空间	游步道、健身设施	水泥
	绿化环境	绿植、花架、景亭	水泥
	停车	车棚、停车位	钢材、水泥
	管理用房	新建管理用房	水泥、玻璃
	充电设施及场所	充电桩、充电站	水泥、玻璃
	其他设施	信报箱、指示牌等	
安防消防改造		防盗、监控和消防设施	五金材料
建筑节能改造	外窗及遮阳改造	外窗	玻璃、五金材料
	屋面改造	保温层	保温材料
	外墙改造	保温装饰一体化、隔热涂料	保温材料
	其他改造	路灯	五金材料

资料来源：《安徽省城市老旧小区整治改造技术导则（2019修订版）》，财富证券

## 4 2020 年建材行业投资策略

### 4.1 2020 展望：存量时代，龙头确定性凸显

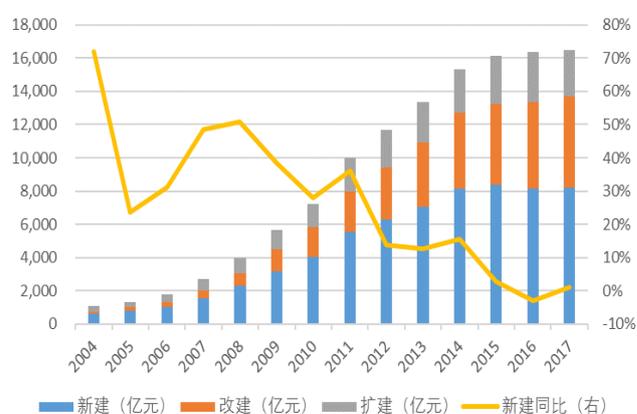
非金属建材行业作为传统的周期性行业，与房地产、基建投资紧密联系。2008 年以前，伴随着房地产、基建投资需求的高速增长，非金属矿物制品业投资增速维持高位；2009-2014 年在“四万亿”强经济刺激下，非金属矿物制品业投资增速虽有所下滑，但整体增速仍维持相对高位；2015 年之后随着房地产、基建投资增速下移，非金属矿物制品业投资进入了平台期，且受供给侧改革政策影响，新建产能投资开始出现下滑，改建产能占比逐步提升。

图 37：房地产及基建同比增速变化（%）



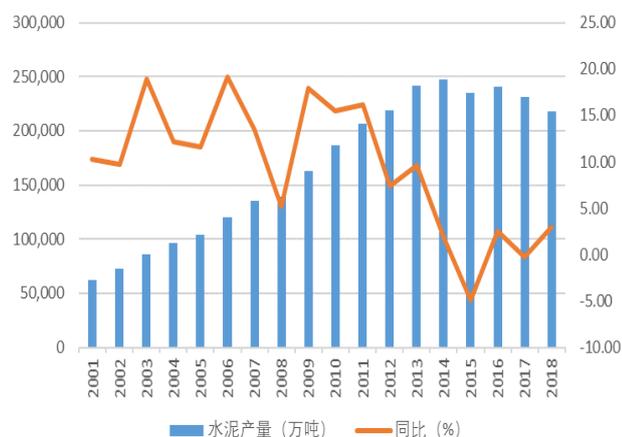
资料来源：Wind，财富证券

图 38：非金属矿物制品业投资完成额及其增速



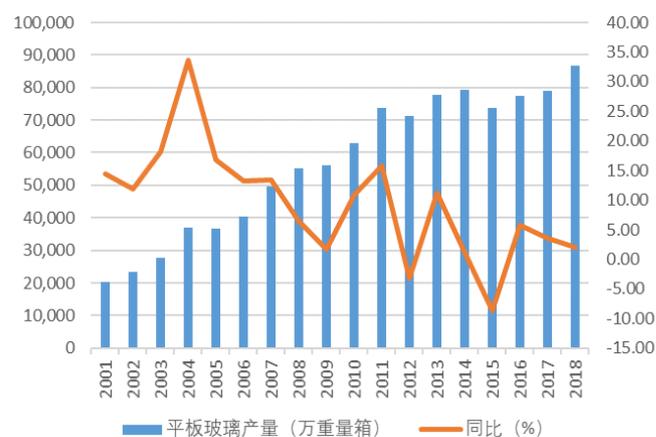
资料来源：Wind，财富证券

图 39：水泥产量及其增速



资料来源：Wind，财富证券

图 40：平板玻璃产量及其增速



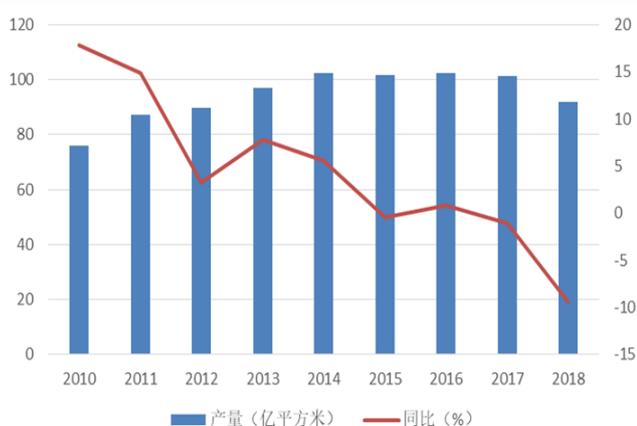
资料来源：Wind，财富证券

从细分行业来看，水泥、玻璃、陶瓷等行业产品产量在 2015 年以后均呈现出下滑趋势，管材产量增速也逐步下降，与非金属矿物制品业投资整体趋势一致，建材行业需求

步入平台期从侧面得到证实。我们认为在房地产及基建投资增速下降的长期背景下，建材行业已经步入了存量时代，且行业产能过剩现象依然严重。在此背景下，建材行业竞争将明显加剧，行业发展资源有望进一步集中到有规模优势、品牌优势、渠道优势和有质量保障的龙头企业。

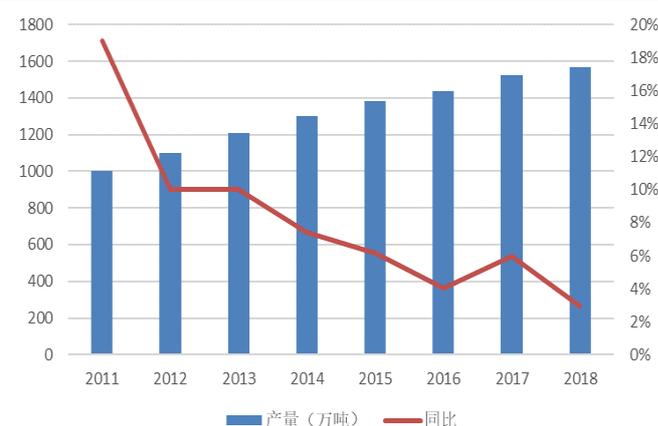
展望 2020 年，我们认为房地产投资韧性较强，基建投资增速有望回升，房地产竣工面积或将持续转好，建材行业需求端仍能维持在平台期水平，在需求平稳背景下，行业集中度提升主线逻辑不变，龙头公司市占率有望继续提升。

图 41：建筑陶瓷产量及其增速



资料来源：Wind，财富证券

图 42：塑料管道产量及增速



资料来源：Wind，财富证券

## 4.2 投资策略及重点公司

基于对行业需求平稳的判断，预计建材行业盈利水平仍能维持稳中有升，维持行业“同步大市”评级。具体策略上，建议仍可同时布局周期建材和消费建材。

**周期建材：**水泥方面，我们认为其需求有望维持稳定，供给端收缩力度不会放松，水泥供需格局依旧良好，水泥价格中枢有望维持高位，行业盈利水平已从过去的高波动性向稳定性转变，优选华东、中南等格局更佳的区域。我们看好未来水泥行业估值中枢提升，建议关注盈利稳定、高股息的华东水泥龙头海螺水泥。玻璃方面，我们认为随着房屋竣工数据持续回暖，其需求恢复逐步得到验证，叠加供给端存在收缩超预期可能，2020 年玻璃供需格局将有所改善，玻璃行业业绩和估值都将有提升机会，建议关注布局华东和中南地区的玻璃龙头旗滨集团。

**消费建材：**建议关注以下三条主线：1、随着精/全装修比例提升，地产商集采模式占比将逐步增加，工程 To B 端建材有望优先受益；2、随着下游地产商集中度提升，未来建材行业“马太效应”将更加凸显，头部品牌集中度有望加速提升；3、城镇老旧小区改造已经上升为国家的重要工作，“旧改”可一定程度上接力棚改，为建材市场贡献新的“增量空间”。综上，我们看好 To B 端细分建材龙头长期成长机会，建议关注防水材料东方雨虹、石膏板北新建材、建筑陶瓷帝欧家居。

## 重点公司

**海螺水泥 (600585.SH)**。1、水泥需求有望维持稳定，供给端收缩力度不会放松，水泥供需格局依旧良好，价格中枢有望维持高位，行业估值中枢有提升潜力。2、公司国内产能主要布局于华东、中南和西南地区，区域经济发展迅速，需求具备支撑；同时公司充分利用长江水道不断完善“T”型发展战略，成本优势突出。3、公司利用自身资源优势，加快延伸上下游产业链，大力发展骨料产业，积极推进商品混凝土项目；此外，公司积极推进海外项目建设，海外产能分布于印尼、缅甸和柬埔寨等“一带一路”国家，市场空间庞大。预计公司 2019/2020 年归母净利润 327.98/337.98 亿元，EPS 为 6.19/6.38 元/股，维持公司“谨慎推荐”评级。

**旗滨集团 (601636.SH)**。1、公司国内业务聚焦南方市场，产能布局覆盖我国核心经济区域，靠近终端消费市场，产能规模大，兼具地理和成本优势。2、公司加快产业转型升级，积极向节能玻璃、光伏、光电玻璃等玻璃深加工产业链延伸，同时开始进军药用玻璃市场，将为公司提供新的利润增长点。3、发布中长期发展战略规划纲要(2019-2024)，提出争取在 2021/2024 年实现营收超过 100/135 亿元，且 ROE 均不低于行业 80 分位水平，同时，公司配套战略规划将实施事业合伙人计划与员工持股计划，彰显公司发展信心。预计公司 2019/2020 年归母净利润为 12.24/14.07 亿元，EPS 为 0.46/0.52 元/股，维持公司“谨慎推荐”评级。

**东方雨虹 (002271.SZ)**。1、防水行业市场超 2000 亿元，呈现“大行业，小公司”局面，随着环保趋严及市场出清，行业集中度有望持续提升，公司作为行业龙头目前市占率不及 10%，仍有较大提升空间。2、公司目前仍处于产能持续扩张阶段，公司在全国布局 28 个生产物流研发基地，产能分布广泛合理，且兼具品牌和规模优势，成长动力十足。3、公司发布第三期限限制性股票激励计划，业绩考核目标为以 2019 年为基数，连续 4 年业绩复合增速不低于 20%。预计公司 2019/2020 年归母净利润 20.60/24.99 亿元，EPS 为 1.38/1.68 元/股，维持公司“推荐”评级。

**北新建材 (000786.SZ)**。1、2019 年 8 月以来，房屋当月竣工面积增速连续转正，累计增速虽为负，但下降幅度持续收窄，房屋竣工面积有望迎来修复窗口，石膏板需求有望回暖。2、美国石膏板诉讼和解后，虽然仍有 Mitchell 案等少量诉讼继续进行，但预计对公司的影响相对可控，长期利好公司稳定发展。3、公司分别收购蜀羊、禹王、金拇指防水 70% 股权，成功进军防水行业，公司有望借助其央企优势，整合防水市场，为其发展提供新的利润增长点。预计 2019/2020 年公司归母净利润为 4.18/26.85 亿元，EPS 为 0.25/1.59 元/股，维持公司“推荐”评级。

**帝欧家居 (002798.SZ)**。1、欧神诺拥有 20 多年丰富经验，与碧桂园、万科、恒大等存量客户合作份额逐步增长，同时新增多个合作伙伴，工程端优势明显。2、公司工程端自营先发优势契合了房地产新建住宅精装房的发展趋势，随着房地产竣工回暖，公司工程业务有望保持稳定增长。3、母公司帝王洁具借助欧神诺工程端优势，积极开拓卫浴直营工程业务，目前已与包括碧桂园、龙湖等大型房地产开发商客户建立合作，两者协

同效应将逐步显现。预计公司 2019/2020 年归母净利润 5.71/6.58 亿元，EPS 为 1.48/1.71 元/股，维持公司“推荐”评级。

## 5 风险提示

房地产、基建投资大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438