



中性

建筑建材行业点评

停工冲击一季度施工，二季度投资增速或反弹

建筑施工全行业复工推迟对基建、地产一季度投资额造成较为明显冲击。预计由于二季度工程赶工等因素，投资增速将有较明显反弹。

- **预计大多数建筑企业复工不会早于3月份：**根据当前百年建筑网站数据，37%水泥企业2月10号开工、7%2月17号开工、1%2月24号开工、55%3月份开工，大多数水泥企业复产时间为3月份；从卓创资讯另一个数据来看，2月份玻璃行业厂商库存相比1月下旬增长将近一倍，这个涨幅相比往年多了很多。往常玻璃行业库存天数大概是15天，2月上旬和1月下旬中间刚好隔了20天不到，库存增长将近一倍，表明这段时间以来下游一直没有需求。从这个角度来看，2月份至今除了少部分重点企业重点项目，建筑行业基本仍处于停工状态，预计全行业平均开工时间为2月22日。
- **建筑建材行业需求不会消失，只会延后，反弹力度会更大：**对于建筑行业的施工强度，可以通过水泥的磨机开工率和玻璃的厂商库存来跟踪。往年水泥磨机开工率要到4月中旬才恢复到70%的正常水平，而玻璃行业厂商库存同样也要到4月下旬才下降到正常水平，这表明往年尽管是2月份复工，但是因为春季雨水等原因往往要到4月中下旬才达到正常的施工强度。考虑今年行业平均复工时间要到2月下旬，比往年推迟了约两周，一季度基建、地产等投资数据将受到较为明显的冲击。但复工后考虑工程项目赶进度施工强度恢复将会加速，并且有望高于往年水平。总体来说，建筑建材行业需求不会消失，只会延后，并且随着后续逆周期刺激政策出台，需求会好于往年。
- **预计一季度对基建和地产投资增速将下降至0左右，二季度会快速反弹：**具体测算停工对行业数据的影响。每年1-2月份，考虑民工返乡以及元宵后开工，中间一共休息约20天，实际有效施工天数为40天。今年本来2月10号复工，推迟到2月22号，有效施工天数减少12天，剩28天。加上3月份施工天数30天，今年一季度有效施工天数从70天减少到58天。参考往年各个月份基建投资和地产投资占全年投资完成额的比重，可以大致推算推迟复工对基建和地产投资的影响。由于1-2月份基建投资占全年投资额比重较低，仅为5.9%，因此估计一季度基建投资增速下滑幅度相对较小，预计为6%。地产1-2月份投资占全年达到9.3%，因此影响较大，预计投资增速下滑会接近10%。后续二季度考虑工程赶进度，假设3-5月份每个月赶4天，施工强度快速反弹，5月份后延迟复工的影响基本可以消除。预计基建和地产投资增速同比将会反弹到10%左右的水平，地产反弹的力度会相对更大。
- **预计实际结果基建可能比测算结果更好，地产可能比测算结果更差：**考虑基建有逆周期调节政策刺激，实际投资增速反弹可能比测算结果要更好。全年基建投资增速或呈Q1为-0.3%，Q2反弹至9.0%，三四季度小幅回落至6-7%的水平。而地产因为销售也受到较大的冲击，预计下半年开工需求会进一步下滑，实际投资增速反弹效果会更差一些。全年地产投资增速或呈Q1-0.6%，Q2反弹至10.7%，Q3-Q4下滑至5-6%的水平。
- **推荐中国铁建、海螺水泥等基建、水泥龙头。**
- **风险提示：推迟复工对建筑施工影响超预期，逆周期调节政策不及预期。**

相关研究报告

《建筑行业点评》20200206
《建筑建材行业点评》20200202
《建筑行业点评》20200117

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

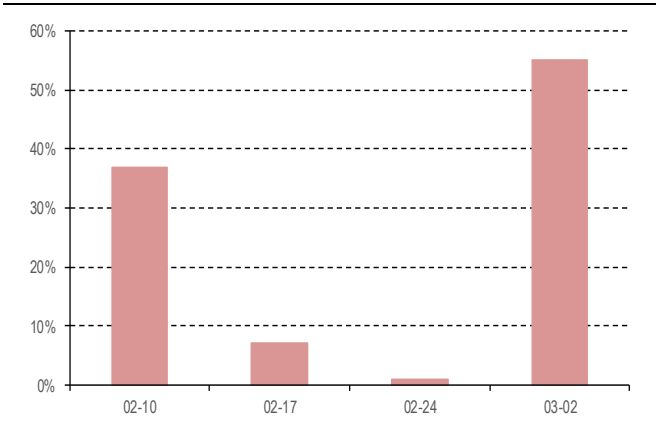
王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

*余斯杰为本报告重要贡献者

基建、地产投资增速变化测算

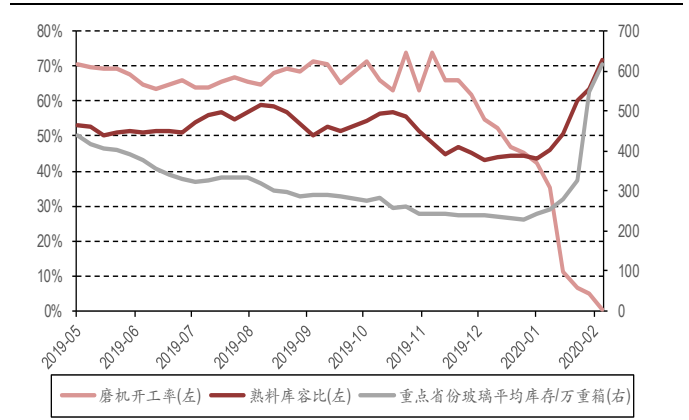
预计大多数建筑企业复工不会早于3月份：根据当前百年建筑网站数据，37%水泥企业2月10号开工、7%2月17号开工、1%2月24号开工、55%3月份开工，大多数水泥企业复产时间为3月份；从卓创资讯另一个数据来看，2月份玻璃行业厂商库存相比1月下旬增长将近一倍，这个涨幅相比往年多了很多。往常玻璃行业库存天数大概是15天，2月上旬和1月下旬中间刚好隔了20天不到，库存增长将近一倍，表明这段时间以来下游一直没有需求。从这个角度来看，2月份至今除了少部分重点企业重点项目，建筑行业基本仍处于停工状态，预计全行业平均开工时间为2月22日。

图表 1. 水泥企业复工情况统计



资料来源：百年建筑网，中银证券

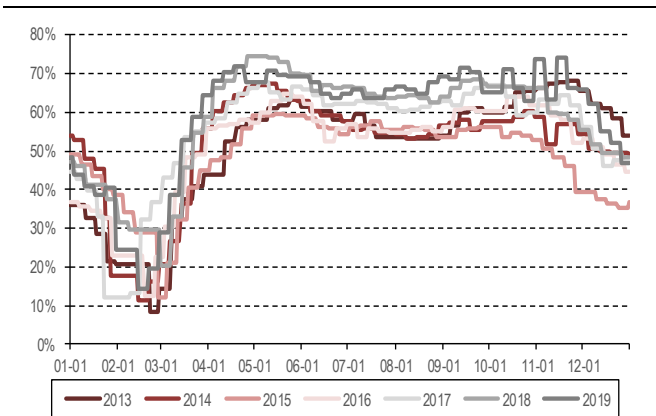
图表 2. 水泥开工率触底，玻璃水泥库存跳升



资料来源：卓创资讯，中银证券

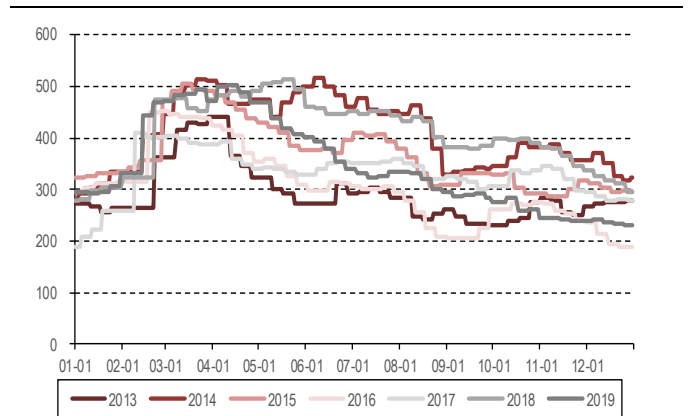
建筑建材行业需求不会消失，只会延后，反弹力度会更大：对于建筑行业的施工强度，可以通过水泥的磨机开工率和玻璃的厂商库存来跟踪。往年水泥磨机开工率要到4月中旬才恢复到70%的正常水平，而玻璃行业厂商库存同样也要到4月下旬才下降到正常水平，这表明往年尽管是2月份复工，但是因为春季雨水等原因往往要到4月中下旬才达到正常的施工强度。考虑今年行业平均复工时间要到2月下旬，比往年推迟了约两周，一季度基建、地产等投资数据将受到较为明显的冲击。但复工后考虑工程项目赶进度施工强度恢复将会加速，并且有望高于往年水平。总体来说，建筑建材行业需求不会消失，只会延后，并且随着后续逆周期刺激政策出台，需求会好于往年。

图表 3. 2013 年以来水泥磨机开工率要 4 月份才恢复正常



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 玻璃往年库存 3 月份达到顶点，5 月份才下滑

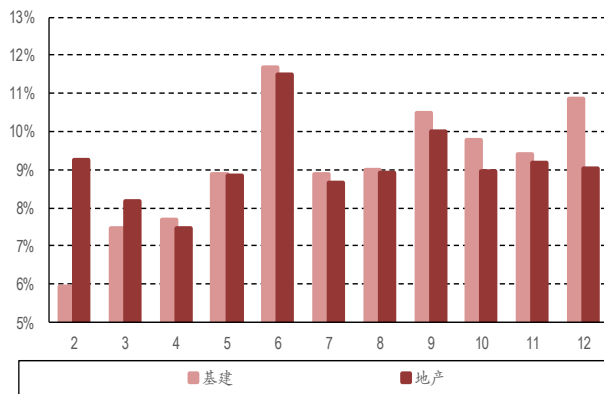


资料来源：卓创资讯，中银证券



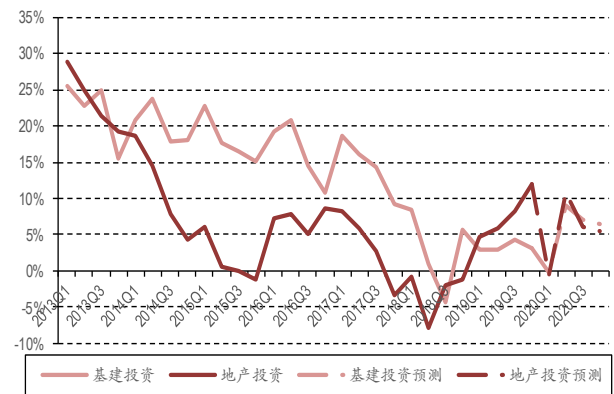
预计一季度对基建和地产投资增速将下降至 0 左右，二季度会快速反弹：具体测算停工对行业数据的影响。每年 1-2 月份，考虑民工返乡以及元宵后开工，中间一共休息约 20 天，实际有效施工天数为 40 天。今年本来 2 月 10 号复工，推迟到 2 月 22 号，有效施工天数减少 12 天，剩 28 天。加上 3 月份施工天数 30 天，今年一季度有效施工天数从 70 天减少到 58 天。参考往年各个月份基建投资和地产投资占全年投资完成额的比重，可以大致推算推迟复工对基建和地产投资的影响。由于 1-2 月份基建投资占全年投资额比重较低，仅为 5.9%，因此估计一季度基建投资增速下滑幅度相对较小，预计为 6%。地产 1-2 月份投资占全年达到 9.3%，因此影响较大，预计投资增速下滑会接近 10%。后续二季度考虑工程赶进度，假设 3-5 月份每个月赶 4 天，施工强度快速反弹，5 月份后延迟复工的影响基本可以消除。预计基建和地产投资增速同比将会反弹到 10% 左右的水平，地产反弹的力度会相对更大。

图表 5. 2013 年以来各月份投资占全年比重



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2020 年基建、地产投资增速变化测算



资料来源：万得，中银证券

预计实际结果基建可能比测算结果更好，地产可能比测算结果更差：考虑基建有逆周期调节政策刺激，实际投资增速反弹可能比测算结果要更好。全年基建投资增速或呈 Q1 为 -0.3%，Q2 反弹至 9.0%，三四季度小幅回落至 6-7% 的水平。而地产因为销售也受到较大的冲击，预计下半年开工需求会进一步下滑，实际投资增速反弹效果会更差一些。全年地产投资增速或呈 Q1 -0.6%，Q2 反弹至 10.7%，Q3-Q4 下滑至 5-6% 的水平。

风险提示

推迟复工对建筑施工影响超预期，逆周期调节政策不及预期。



附录图表 7. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600585.SH	海螺水泥	买入	52.82	2,776.47	5.63	6.11	9.4	8.6	24.08
601186.SH	中国铁建	增持	9.14	1,211.04	1.32	1.61	6.9	5.7	11.86

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2020 年 2 月 14 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371