建材

行业研究/专题报告

地产韧性+基建加码，建材景气有望持续走高

专题研究报告/建筑材料 | 2020 年 09 月 07 日

报告摘要：

- **错峰限产助力水泥持续景气**

我国的水泥表观需求量从 1999 年以来经历了快速增长期和平台期两个阶段：快速增长期的年化复合增速为 10%，峰值 24.8 万吨出现在 2014 年；平台期的需求约为 22-24 亿吨。从月度产量同比增速数据来看，我们水泥产量自 2015 年至今，月度产量同比增速回暖到正值，并且在 2018 年 6 月以来有加速上升的趋势。从房屋新开工面积的口径看，本轮回暖开始于 2014 年，而本轮回暖期（2015 至今）基建同比增速是持续下滑的，由此可以判断地产是本轮需求回暖的主因。我国的水泥价格受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个主要方面的影响，可以分为两个时期：平台期 2013-2015，错峰限产在产能过剩的背景下稳定了水泥价格；上涨期，错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨。

- **玻璃进入价和量的平台期**

玻璃自 15 年以来进入价和量的平台期我国玻璃行业的发展大概可以分为两个时期：第一阶段总产能和在产产能同步快速增长期（2002-2015），总产能年化复合增速为 15%；第二阶段为在产产能的平台期（2015 至今），具体特点为在产产能保持约 9 亿吨，与此同时总产能还在扩张，产能利用率持续下滑。

- **建材行业2020H1业绩受疫情影响略有下滑**

受疫情影响，建材板块 2020H1 营收和归母净利润略有下滑，其中营收 2697 亿，同比下降 2.1%，归母净利润 332 亿，同比下降 1.5%。2020H1 板块 ROE 为 7.3%（同比下降 1 个百分点），毛利率为 28.5%（同比下降 0.9 个百分点）。2020H1，板块整体资产负债率仅为 49%，相对 2019H1 的 50%，略有下降。

- **建材行业2020年下半年投资策略**

1、行业观点：错峰限产格局好，地产韧性，基建政策加码在即，水泥板块有望持续景气。

（1）水泥产量：下游复工好，2020 年 7 月全国产量月度同比增速 3.6%，低于 2019 年 7 月 3.9 个百分点；

（2）水泥价格：受疫情和洪涝灾害影响，年初至今价格下行（西南、西北、中南表现较好）；

（3）下游需求：2020 年 7 月，地产基地投资重归正增长；

（4）水泥的供给：淘汰落后产能力度减小，水泥产能主要受错峰限产影响

（5）重点公司：行业龙头海螺水泥，弹性最大冀东水泥，PE 最低上峰水泥，PB 最低天山股份。分区域看，西部大开发关注天山股份，中部崛起关注华新水泥，粤港澳大湾区关注塔牌集团

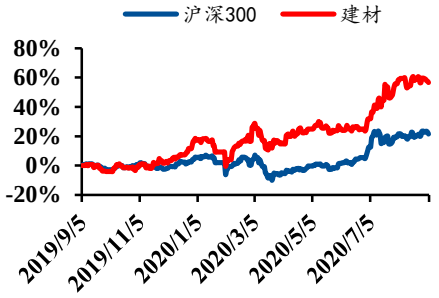
2、个股观点：推荐海螺水泥，华新水泥，塔牌集团和东宏股份

- **风险提示**

地产开工数据下滑，基建加码节奏较慢，疫情出现反复。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

1，《地产韧性，基建加码，水泥有望持续景气》20200701

2，《民生建材行业年报、一季报总结：受益地产回暖和一带一路，建材景气度高》20200511

3，《行业点评：基建 REITs 试点，利好建材需求稳定增长》20200506

投资组合盈利预测与评级

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/9/4	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
海螺水泥	59.45	6.34	6.91	7.67	9.4	8.6	7.7	推荐
华新水泥	26.59	3.03	3.11	3.31	8.8	8.5	8.0	推荐
上峰水泥	27.61	2.93	3.15	3.67	9.4	8.8	7.5	推荐
祁连山	19.20	1.59	1.71	1.95	12.1	11.2	9.9	推荐
青松建化	5.67	0.16	0.40	0.47	35.4	14.1	12.0	推荐
天山股份	20.29	1.56	1.67	1.94	13.0	12.1	10.4	推荐
塔牌集团	8.08	0.52	0.59	0.70	15.5	13.7	11.5	推荐
旗滨集团	59.90	1.44	1.92	2.34	41.6	31.2	25.6	推荐
东方雨虹	27.14	0.60	0.97	1.16	45.2	28.0	23.4	推荐
科顺股份	137.38	1.39	1.76	2.24	98.8	77.9	61.4	推荐
坚朗五金	41.29	1.08	1.43	1.79	38.2	29.0	23.1	推荐
蒙娜丽莎	18.68	0.79	1.04	1.29	23.6	17.9	14.5	推荐
东宏股份	59.45	6.34	6.91	7.67	9.4	8.6	7.7	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

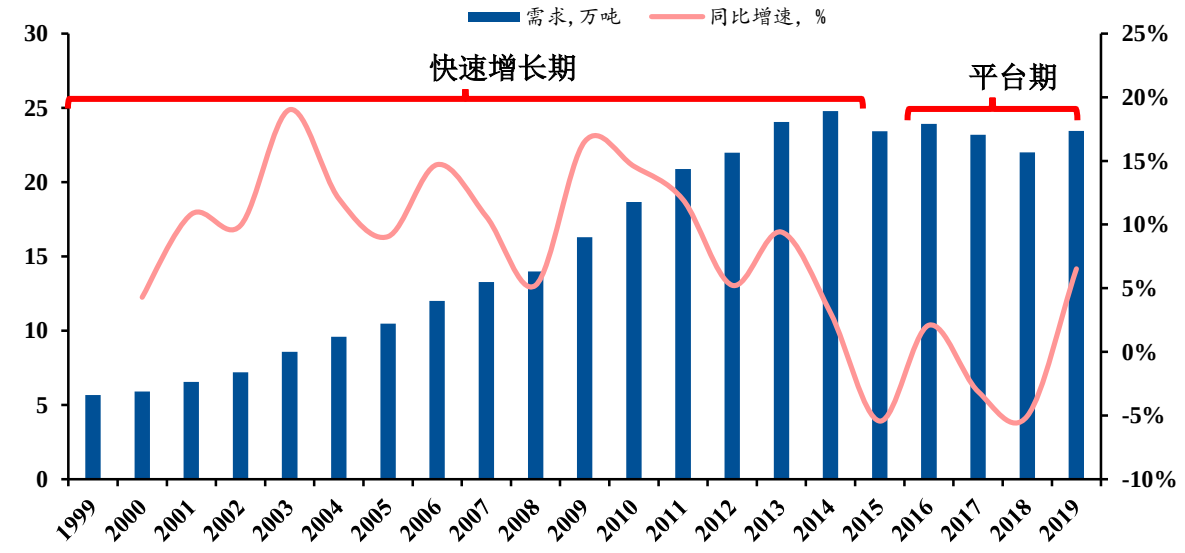
目录

一、错峰限产助力水泥持续景气 4
二、玻璃行业进入价和量的平台期 7
三、建材行业 2020 年中报业绩总结 9
（一）水泥子板块：受疫情影响，营收和净利略有下滑 9
（二）玻璃子板块：营收略有下降，归母净利润增长 9.2% 11
（三）其他建材：营收同比下降 3.1%，归母净利增长 21.1% 12
四、建材行业 2020 年下半年投资策略 15
（一）行业观点：峰限产格局好，地产韧性，基建政策加码在即，水泥板块有望持续景气 15
（二）个股观点 17
五、风险提示 20
插图目录 21
表格目录 21

一、错峰限产助力水泥持续景气

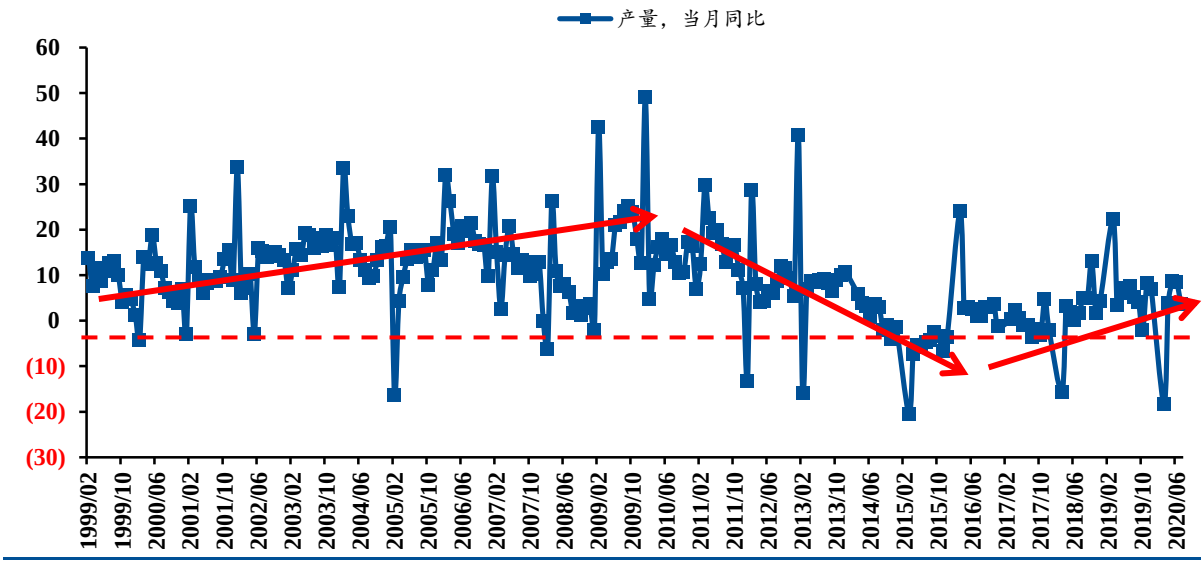
中国的水泥表观需求量从 1999 年以来经历了快速增长期和平台期两个阶段：快速增长期的年化复合增速为 10%，峰值 24.8 万吨出现在 2014 年；平台期的需求约为 22-24 亿吨。从月度产量同比增速数据来看，我们水泥产量自 1999 年经历了三阶段：第一阶段是 1999 年到 2010 年，月度产量同比增速上升；第二阶段是 2010 年到 2014 年，月度产量同比增速持续下滑至负值；第三阶段是 2015 年至今，月度产量同比增速回暖到正值，并且在 2018 年 6 月以来有加速上升的趋势。

图1：1999 年以来我国水泥需求由快速增长期转入平台期



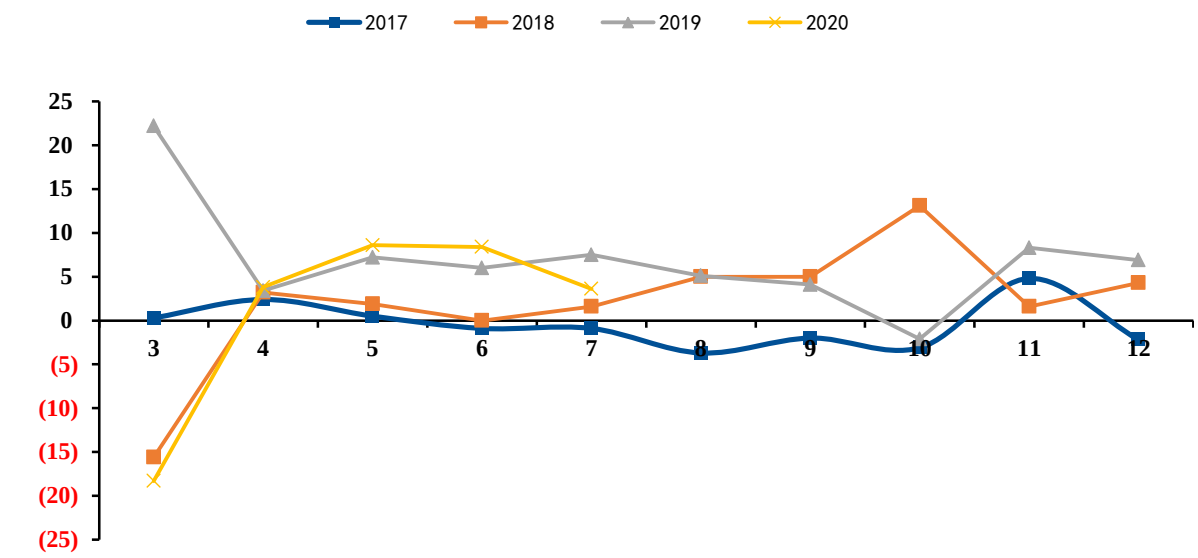
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：我国水泥产量月度同比数据自 15 年以来进入新一轮回暖期，%



资料来源：wind，民生证券研究院

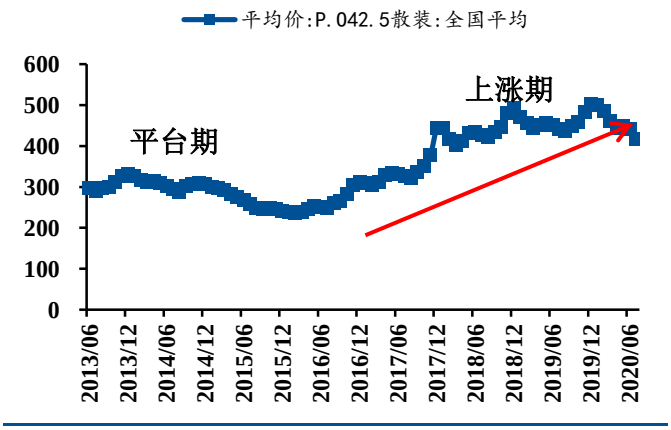
图3：我国水泥产量月度同比数据(季节图)，%



资料来源：wind，民生证券研究院

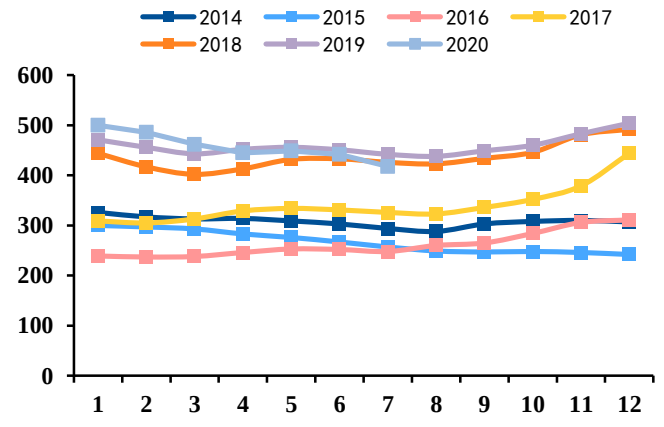
水泥产量回暖势头明显。从水泥产量的月度同比数据来看，受疫情影响，2020 年 3 月增速为-18.3%，低于 2018 年和 2019 年，但是水泥产量已触底反弹，2020 年的 4-7 月增速分别为 3.8%，8.6%，8.4%和 3.6%，高于 2018 和 2019 年，水泥产量回暖势头明显。

图4：水泥价格历史变化，元/吨



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：水泥价格季节变化，元/吨



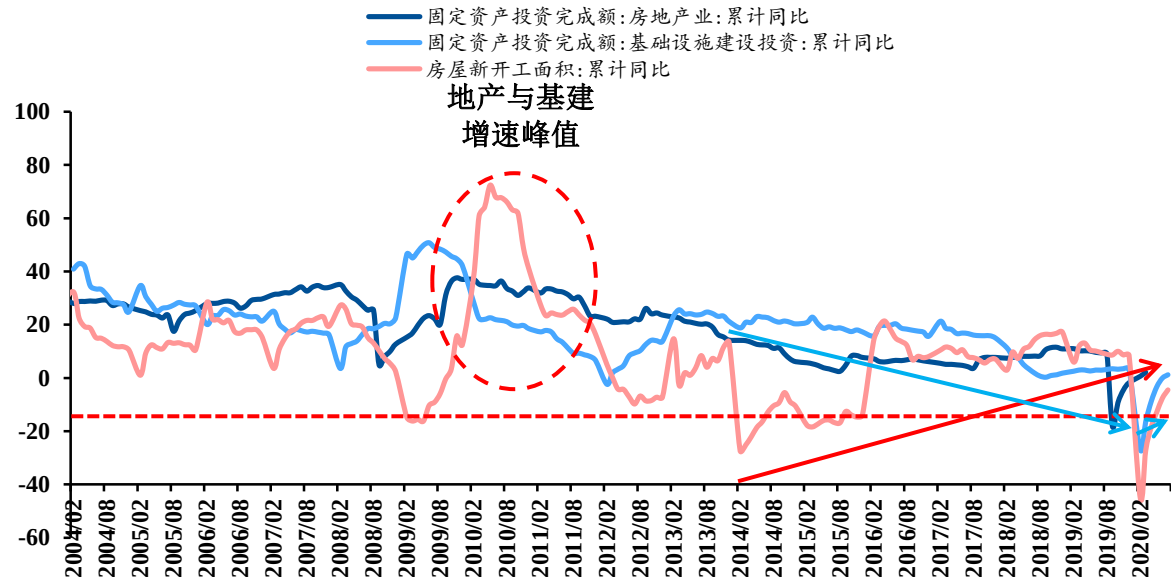
资料来源：Wind，民生证券研究院

2020 年 4-7 月份，水泥价格受南方雨水及部分地区洪涝灾害影响明显。我国的水泥价格受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个主要方面的影响，可以分为两个时期：平台期 2013-2015，错峰限产在产能过剩的背景下稳定了水泥价格；上涨期，错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨。从月度数据看，2020 年 1-3 月份的价格高于 2019 年，月度同比的价差分别为 29 元，30 元，19 元；2020 年 4-7 月份受南方雨水及部分地区洪涝灾害的影响，水泥价格下降快于 2019 年。

地产是本轮（2015 年至今）水泥需求回暖的主因。水泥产量同比增速受到地产和基建

双重影响。从历史数据上看，地产与基建的同比增速峰值大致出现在 2009-2010 年，这与水泥产量的月度同比增速峰值是基本一致的。从房屋新开工面积的口径看，本轮回暖开始于 2014 年，而从房地产固定投产完成额看，本轮回暖开始于 2015 年底，这与水泥产量数据的回暖从 2015 年初开始是基本一致的。值得注意的是本轮回暖期（2015 至今）基建同比增速是持续下滑的，而地产和水泥的同比增速是同比上升的，由此可以判断地产是本轮需求回暖的主因。此外，2018 下半年以来基建同比增速开始反转，这使得水泥产量同比增速更高了。

图6：地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比，%



资料来源：wind，民生证券研究院

二、玻璃行业进入价和量的平台期

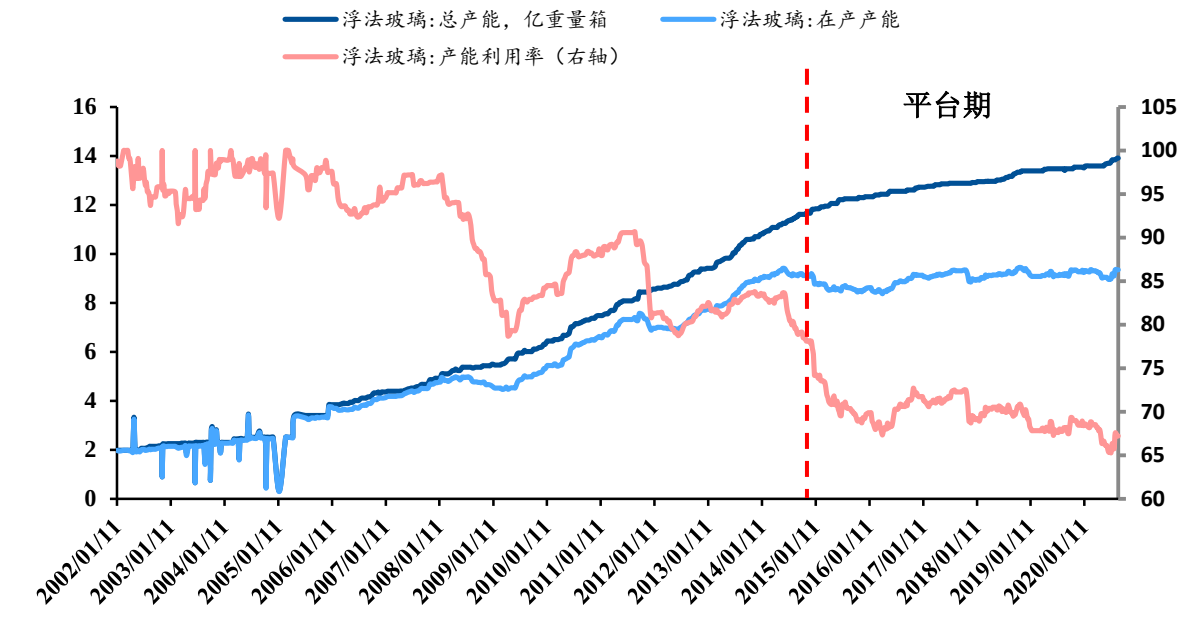
我国玻璃行业的发展大概可以分为两个时期：第一阶段总产能和在产产能同步快速增长期（2002-2015），总产能年化复合增速为 15%；第二阶段为在产产能的平台期（2015 至今），具体特点为在产产能保持约 9 亿吨，与此同时总产能还在扩张，产能利用率持续下滑。

玻璃行业作为一个周期性较强的行业，其下游需求市场较为单一，在玻璃下游需求中地产行业占比高达 75%。因此，玻璃行业与地产行业的周期密切相关。从历史房屋新开工面积累计同比增长和浮法玻璃产量同比增长数据来看，二者的历史走势基本一致，反映了玻璃下游需求较为单一，与地产周期密切相关的特点。

当前玻璃价格处于历史较高位置。过去 10 年浮法玻璃价格走势对应了我国玻璃行业发展的两个时期，从 09 年到 15 年的产能快速扩张期，价格一路走低；到在产能产能平台期（15 年至今），价格开始反弹。过去 10 年，浮法玻璃价格平均值为 72.7 元/重量箱，最大值为 99.7，最小值为 53.3，当前的历史百分位为 87.2%，处于较高的位置。

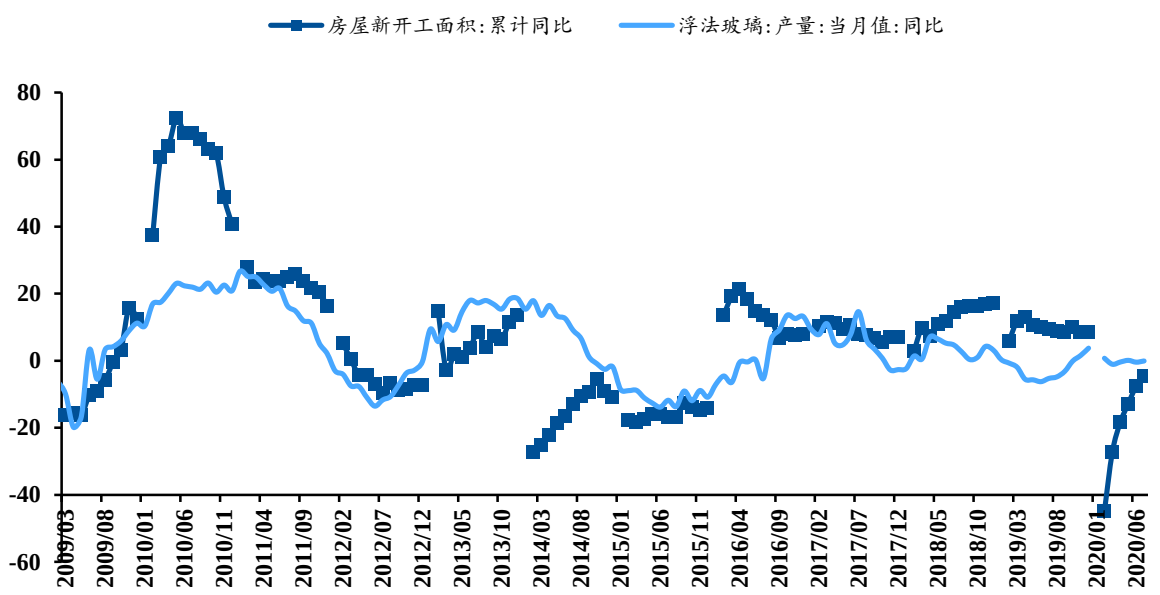
从趋势上来看，疫情后，玻璃的月度产量同比和价格都已开始触底反弹。

图7：我国浮法玻璃在产产能自 15 年进入平台期，（亿重量箱，%）



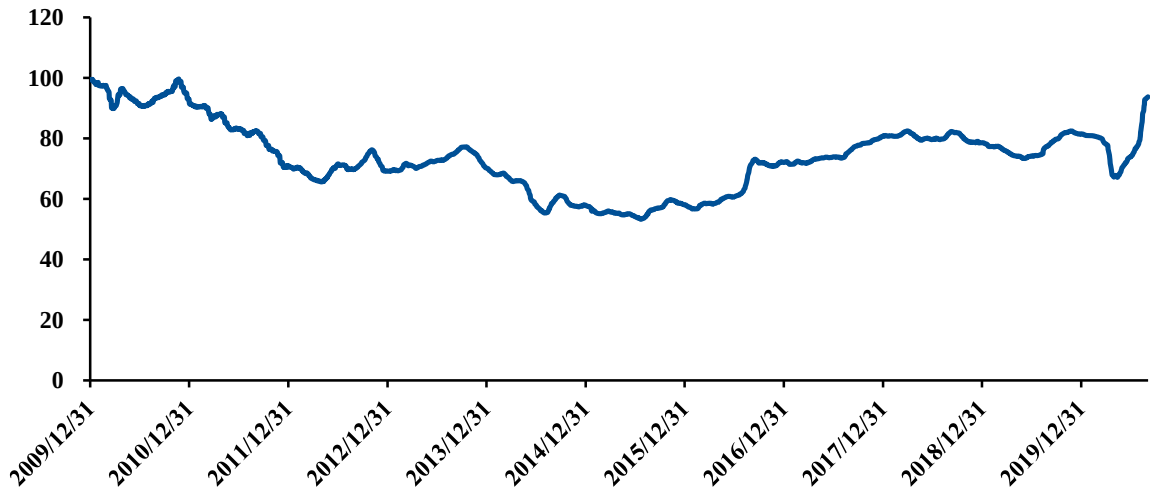
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：房屋新开工面积与浮法玻璃产量同比增长数据走势基本一致，%



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：浮法玻璃价格 15 年见底后反弹，元/重量箱

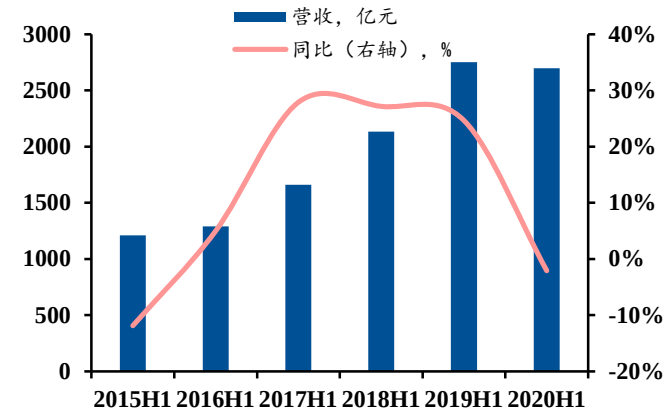


资料来源：wind，民生证券研究院

三、建材行业 2020 年中报业绩总结

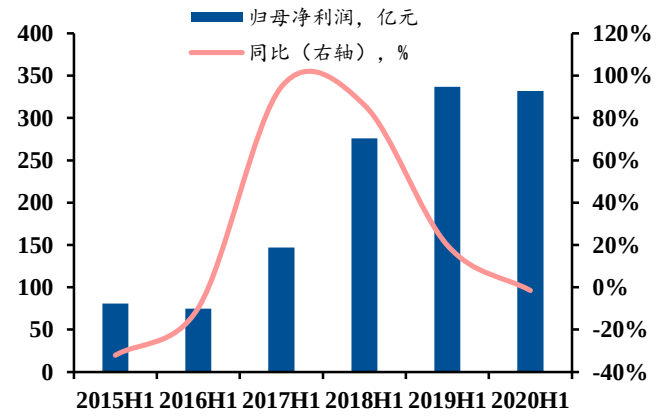
受疫情影响，建材板块 2020H1 营收和归母净利润略有下滑，其中营收 2697 亿，同比下降 2.1%，归母净利润 332 亿，同比下降 1.5%。2020H1 板块 ROE 为 7.3%（同比下降 1 个百分点），毛利率为 28.5%（同比下降 0.9 个百分点）。从过去 6 年的数据对比来看，2015H1 至 2019H1 建材板块营收、归母净利、ROE 和毛利率等都明显回升，而 2020H1 业绩受疫情影响均有下滑。2020H1，板块整体资产负债率仅为 49%，相对 2019H1 的 50%，略有下降。

图10： 建材板块营业收入及增速



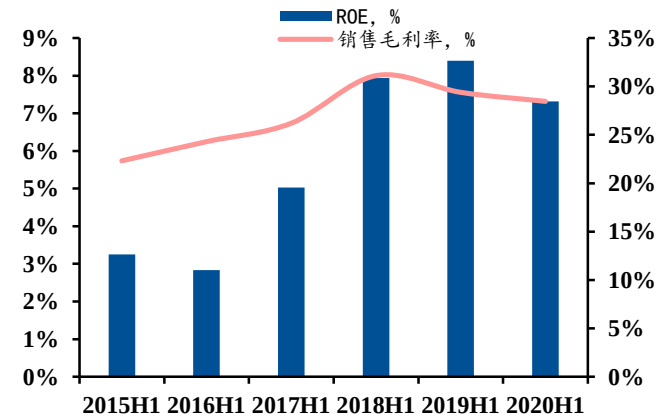
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11： 建材板块归母净利润及增速



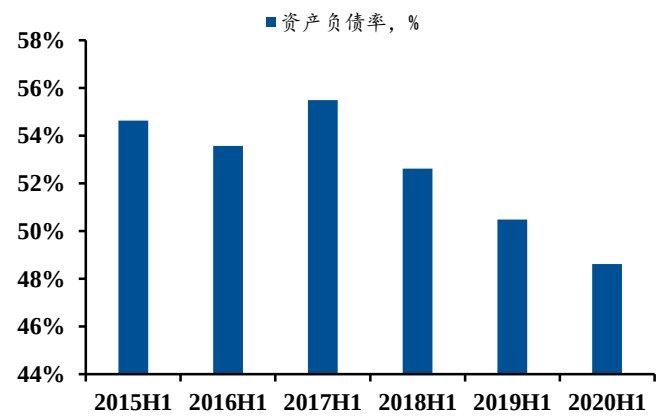
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12： 建材板块 ROE 及毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13： 建材板块资产负债率



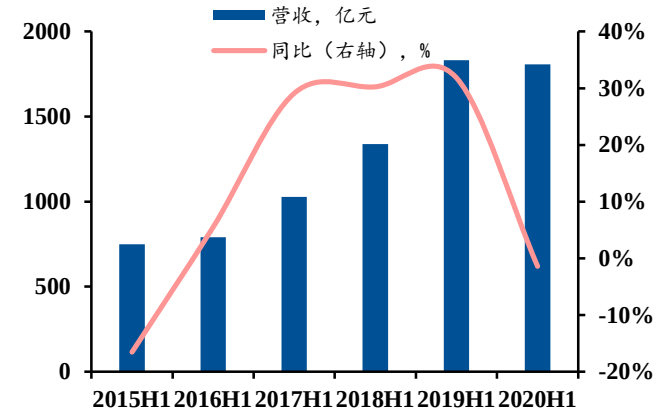
资料来源：Wind，民生证券研究院

（一）水泥子板块：受疫情影响，营收和净利略有下滑

受疫情影响，水泥子板块 2020H1 营收和归母净利润均略有下滑，其中营收 1806 亿，同比下降 1.4%，归母净利润 268 亿，同比下降 5.2%。2020H1 板块 ROE 为 8.4%（同比下降 1.8 个百分点），毛利率为 30.3%（同比下滑 2.5 个百分点）。从过去 6 年的数据对比来看，2016 年是明显的底部，2016H1 至 2019H1 建材板块营收、归母净利、ROE 和毛利率等都明显回升，2020H1 受疫情影响，营收和净利增速略有下降。2020H1，水泥整体板

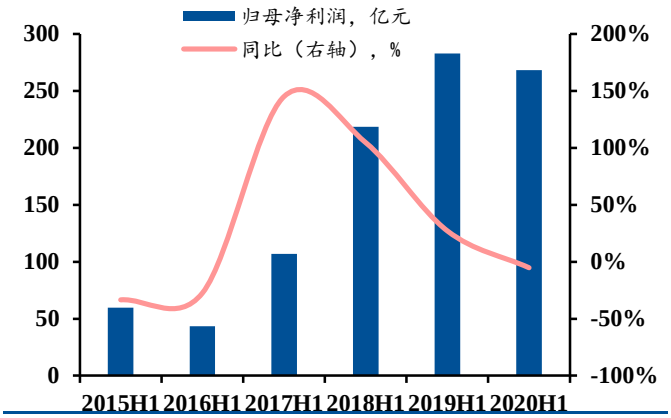
块资产负债率为 49%，相对 2019 年的 51%，下降 2 个百分点。

图14： 水泥子板块营收及增长率



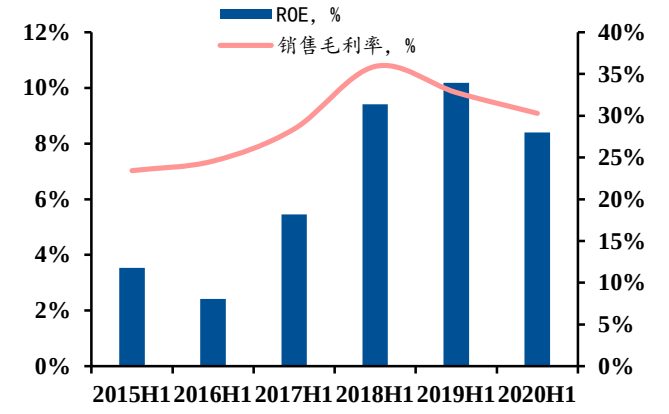
资料来源：Wind，民生证券研究院

图15： 水泥板块归母净利润及增长率



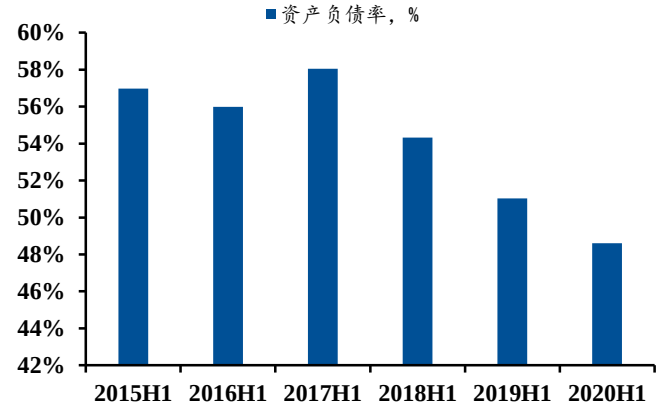
资料来源：Wind，民生证券研究院

图16： 水泥子板块 ROE 及毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图17： 水泥子板块资产负债率



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020H1，水泥子板块的上市公司营收增速有一定分化，万年青、祁连山和宁夏建材等西北水泥股逆势增长。其中，营收增长最快的为亚太集团（25.5%），而博闻科技净利润同比下降了 40.6%。

展望 2020H2，我们认为疫情后政府基建发力将成为水泥板块最大的业绩催化因素，结合估值水平及业绩增速，建议重点关注青松建化，天山股份，海螺水泥，上峰水泥，祁连山，华新水泥等。

表 1：申万行业分类水泥公司营收、净利润增速等数据

证券代码	证券简称	营业收入(Q1 同比增长率)，%	净利润(Q1 同比增长率)，%	ROE%	PE	PB
600881.SH	亚泰集团	25.5	218.7	0.2	83.7	0.8
000789.SZ	万年青	20.6	12.6	-1.6	9.4	2.6
600720.SH	祁连山	16.5	45.8	6.0	10.2	2.1
600449.SH	宁夏建材	9.5	56.2	0.6	8.4	1.3
600585.SH	海螺水泥	3.3	5.3	4.9	9.2	2.2
600425.SH	青松建化	1.5	4.8	0.2	34.6	1.6

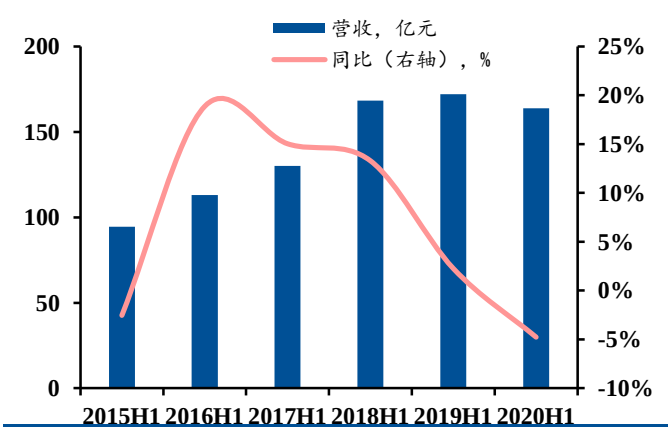
000546.SZ	金圆股份	0.5	2.1	3.1	12.7	1.5
000672.SZ	上峰水泥	-0.5	6.2	-0.3	9.4	3.9
600326.SH	西藏天路	-2.1	-34.4	3.5	22.3	2.3
002233.SZ	塔牌集团	-2.1	31.2	3.2	9.3	1.8
600802.SH	福建水泥	-3.2	-4.6	5.4	10.3	3.1
000935.SZ	四川双马	-6.0	-4.6	3.3	16.2	2.5
601992.SH	金隅集团	-8.3	-50.0	-1.9	16.0	0.8
000877.SZ	天山股份	-9.1	0.9	-0.6	13.0	2.2
000401.SZ	冀东水泥	-11.9	-32.9	1.7	10.5	1.9
600801.SH	华新水泥	-12.7	-28.8	1.7	10.3	2.7
900933.SH	华新 B 股	-12.7	-28.8	-1.5	6.0	1.6
600668.SH	尖峰集团	-14.6	-22.6	-1.9	9.1	1.4
600883.SH	博闻科技	-40.6	109.9	-0.3	193.5	3.2
平均		-2.4	15.1	8.0	26.0	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）玻璃子板块：营收略有下降，归母净利润增长 9.2%

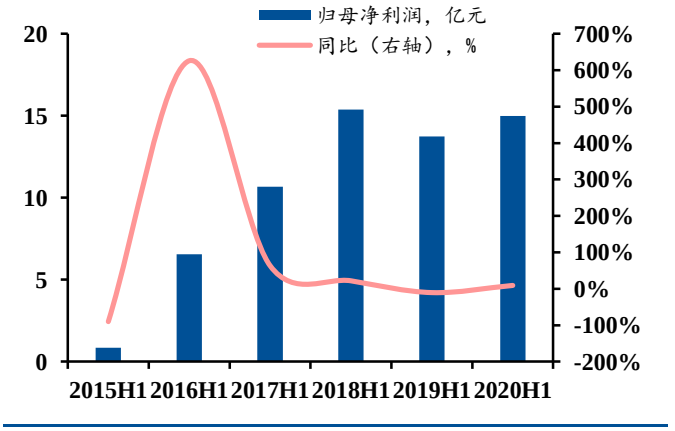
玻璃子板块 2020H1 营收 164 亿，同比下降 4.8%，归母净利润 15 亿，同比增长 9.2%。2020H1，玻璃子板块 ROE 为 4.4%（同比上升 0.1 个百分点），毛利率为 27.0%（同比增长 3.1 个百分点）。从过去 5 年的数据对比来看，2018 年是此轮周期的顶部，2019 年归母净利润增速开始下滑。2020H1，虽有疫情影响，玻璃子版块营收略有下降，但是毛利率提升 3.1 个百分比（主要系供不应求，价格上涨影响），进而带动归母净利润上涨。板块整体资产负债率处于下降趋势，2020H1 的资产负债率为 49.3%，相对 2019H1 年的 49.6%，下降了 0.3 个百分点。

图18：玻璃板块营收及增长率



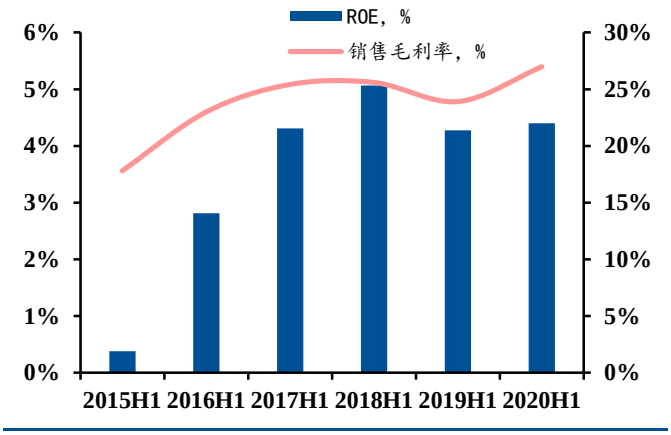
资料来源：Wind，民生证券研究院

图19：玻璃板块归母净利润及增长率



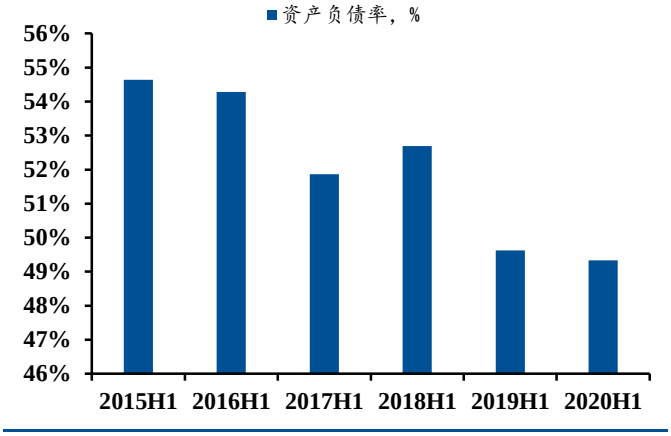
资料来源：Wind，民生证券研究院

图20： 玻璃板块 ROE 及毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图21： 玻璃板块资产负债率



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020H1，玻璃子板块营收增长最快的是亚玛顿(同比增长 43.5%)，而净利润增速最快的也是亚玛顿（同比增长 619.3%）。

展望 2020H2，我们认为国内房地产建设回暖将成为玻璃板块最大的业绩催化因素，结合估值水平及业绩增速，建议重点关注福莱特、旗滨集团等。

表 2：申万行业分类玻璃公司营收、净利润增速等数据

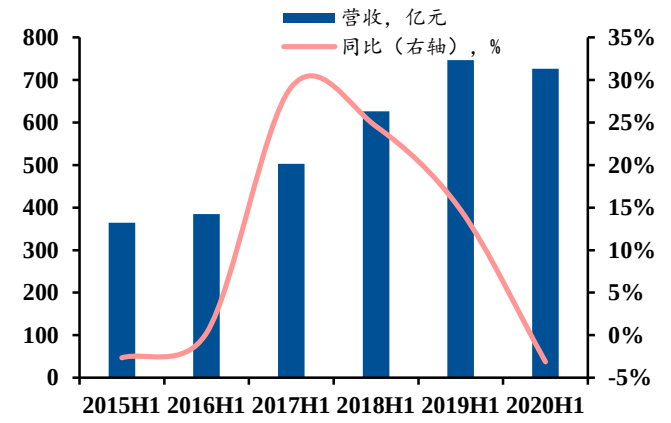
证券代码	证券简称	营业收入(Q1 同比增长率)，%	净利润(Q1 同比增长率)，%	ROE%	PE	PB
002623.SZ	亚玛顿	43.5	619.3	1.9	-114.6	2.6
601865.SH	福莱特	22.7	76.3	9.5	51.9	9.5
600876.SH	洛阳玻璃	11.4	3.3	1.2	150.6	6.2
601636.SH	旗滨集团	-6.8	-2.4	6.2	16.3	2.7
000012.SZ	南玻 A	-9.5	3.7	4.1	31.5	1.8
200012.SZ	南玻 B	-9.5	3.7	4.1	11.3	0.6
600586.SH	金晶科技	-11.5	-34.4	1.8	88.0	1.2
600819.SH	耀皮玻璃	-21.2	-60.5	1.0	28.1	1.4
900918.SH	耀皮 B 股	-21.2	-60.5	1.0	17.0	0.8
300093.SZ	金刚玻璃	-52.2	-375.8	-4.1	-21.2	4.3
平均		-5.4	17.3	2.7	25.9	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）其他建材：营收同比下降 3.1%，归母净利增长 21.1%

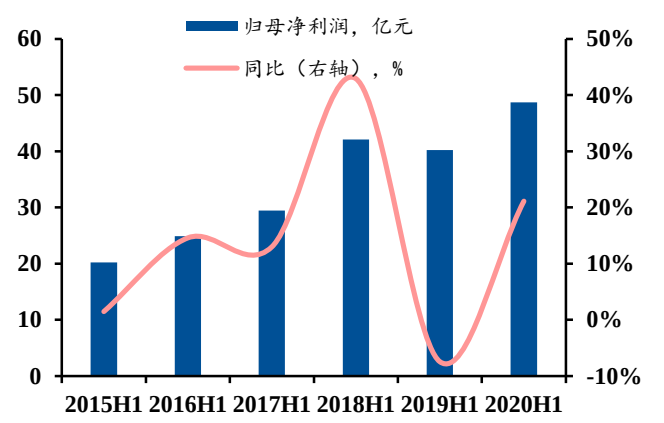
其他建材子板块 2020H1 营收 727 亿，同比下降 3.1%，净利润 49 亿，同比增长 21.1%。2020H1 其他建材子板块 ROE 为 4.9%（同比增长 0.5 个百分点），毛利率为 24.3%（同比上涨 2 个百分点）。2020H1，虽然有疫情影响，版块营收略有下降，但毛利率提升 2 个百分比，进而带动归母净利润大涨 21.1%。此外，2020H1 板块资产负债率为 48.4%，相对 2019H1 年的 48.8%，下降了 0.4 个百分点。

图22： 其他建材板块营收及增长率



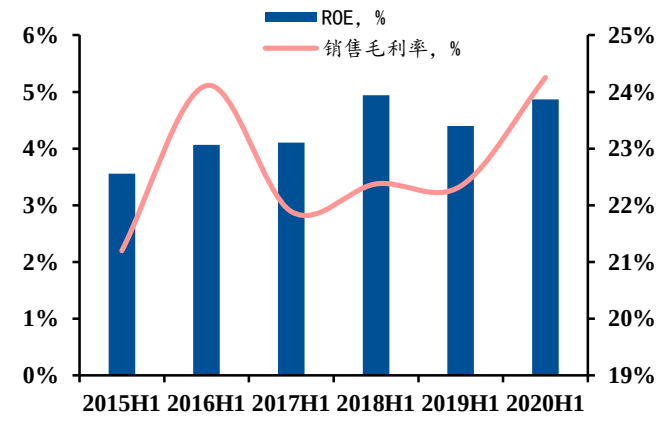
资料来源：Wind，民生证券研究院

图23： 其他建材板块归母净利润及增长率



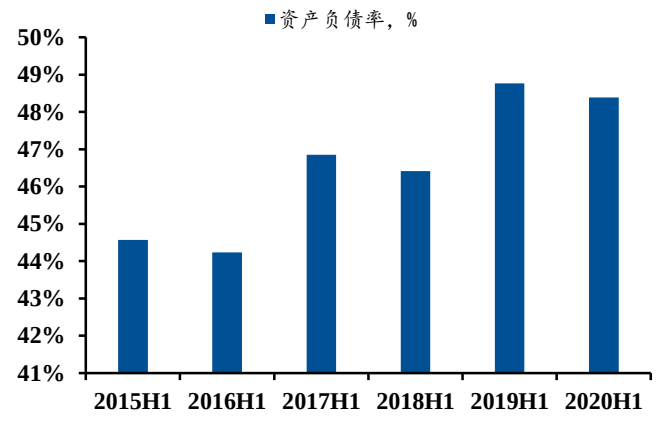
资料来源：Wind，民生证券研究院

图24： 其他建材板块 ROE 及毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图25： 其他建材板块资产负债率



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020H1，其他建材子板块中营收增长最快的为凯伦股份（除去 ST 股），其营收增速为 82.7%；而净利润增速最快的是北新建材（230.6%）。

展望 2020H2，我们认为政府基建发力和房地产回暖将成为其他板块最大的业绩催化因素，结合估值水平及业绩增速，建议重点关注开尔新材，青龙管业，凯伦股份，东方雨虹等。

表 3：申万行业分类其他建材类公司营收、净利润增速等数据

证券代码	证券简称	营业收入(Q1 同比增长率)，%	净利润(Q1 同比增长率)，%	ROE%	PE	PB
002323.SZ	*ST 百特	133.4	71.6	-5.3	-9.3	39.5
300715.SZ	凯伦股份	82.7	103.8	2.5	61.4	9.8
300737.SZ	科顺股份	34.7	74.7	0.9	33.9	4.7
002392.SZ	北京利尔	27.1	15.4	2.5	15.2	1.7
002791.SZ	坚朗五金	24.4	91.6	0.3	80.3	13.0
603856.SH	东宏股份	22.2	41.0	2.1	19.9	2.7
300374.SZ	恒通科技	18.9	-1.1	0.1	70.9	3.1
000786.SZ	北新建材	14.6	230.6	0.2	27.1	3.7

002918.SZ	蒙娜丽莎	11.4	31.1	1.3	34.6	5.5
002271.SZ	东方雨虹	11.1	31.2	1.2	41.8	7.8
002043.SZ	兔宝宝	2.1	-66.0	-1.6	32.9	6.8
002398.SZ	垒知集团	2.0	-15.1	1.9	20.7	2.6
002641.SZ	永高股份	0.0	39.6	1.1	16.4	2.7
000619.SZ	海螺型材	-2.3	42.5	-1.5	186.3	1.0
002066.SZ	瑞泰科技	-2.4	-65.4	-2.2	118.0	5.1
002225.SZ	濮耐股份	-2.8	26.9	2.7	17.0	1.7
002652.SZ	扬子新材	-3.4	-187.7	-2.6	-6.1	5.0
300198.SZ	纳川股份	-4.1	-95.1	0.3	-48.8	4.3
300599.SZ	雄塑科技	-6.8	-15.9	1.9	20.6	2.7
002163.SZ	中航三鑫	-7.2	196.6	1.0	114.4	18.6
002302.SZ	西部建设	-9.2	-3.1	-1.5	21.0	1.9
002162.SZ	悦心健康	-10.3	61.2	-2.0	61.7	2.9
603937.SH	丽岛新材	-13.8	-28.2	0.7	25.2	1.8
002372.SZ	伟星新材	-14.3	-19.6	2.2	24.2	6.3
002088.SZ	鲁阳节能	-14.3	-31.6	1.8	12.9	1.6
603038.SH	华立股份	-15.8	-140.4	-1.9	52.4	2.1
002694.SZ	顾地科技	-16.1	6.5	-3.4	156.9	2.0
002718.SZ	友邦吊顶	-16.3	-47.2	-1.7	27.4	1.8
002457.SZ	青龙管业	-18.0	-163.4	-1.8	27.4	1.6
002082.SZ	万邦德	-18.5	-8.0	2.3	34.3	3.0
002596.SZ	海南瑞泽	-20.1	-79.1	-0.5	-17.7	2.5
002742.SZ	三圣股份	-24.0	-39.9	1.3	36.9	2.2
000023.SZ	深天地 A	-27.1	-145.0	-2.5	428.0	5.4
300234.SZ	开尔新材	-27.5	76.0	5.2	52.8	5.0
002333.SZ	*ST 罗普	-28.3	-136.0	-2.0	-103.3	2.0
600678.SH	四川金顶	-28.5	93.7	1.8	48.6	17.5
002785.SZ	万里石	-30.0	-16.4	0.3	-125.4	7.2
300117.SZ	嘉寓股份	-53.2	-112.7	-3.0	-8.3	2.4
603616.SH	韩建河山	-56.5	-3,428.6	-3.2	-17.5	3.2
600321.SH	正源股份	-57.1	-2,581.1	-1.3	-35.3	1.3
002671.SZ	龙泉股份	-60.6	-257.3	-2.5	-44.9	1.3
平均		-5.0	-157.3	-0.1	36.7	5.3

资料来源：Wind，民生证券研究院

四、建材行业 2020 年下半年投资策略

（一）行业观点：峰限产格局好，地产韧性，基建政策加码在即，水泥板块有望持续景气

1、水泥产量：下游复工好，2020 年 7 月全国产量月度同比增速 3.6%，低于 2019 年 7 月 3.9 个百分点

我国的水泥表观需求量从 1999 年以来经历了快速增长期和高位平台期两个阶段：快速增长期的年化复合增速超过 10%，峰值 24.8 亿吨出现在 2014 年；之后水泥总需求已进入高位平台期，约为 22-24 亿吨。从月度产量同比增速数据来看，2018 年 6 月以来同比增速回暖到正值，2020 年 7 月全国产量月度同比增速 3.6%，低于 2019 年 7 月 3.9 个百分点。

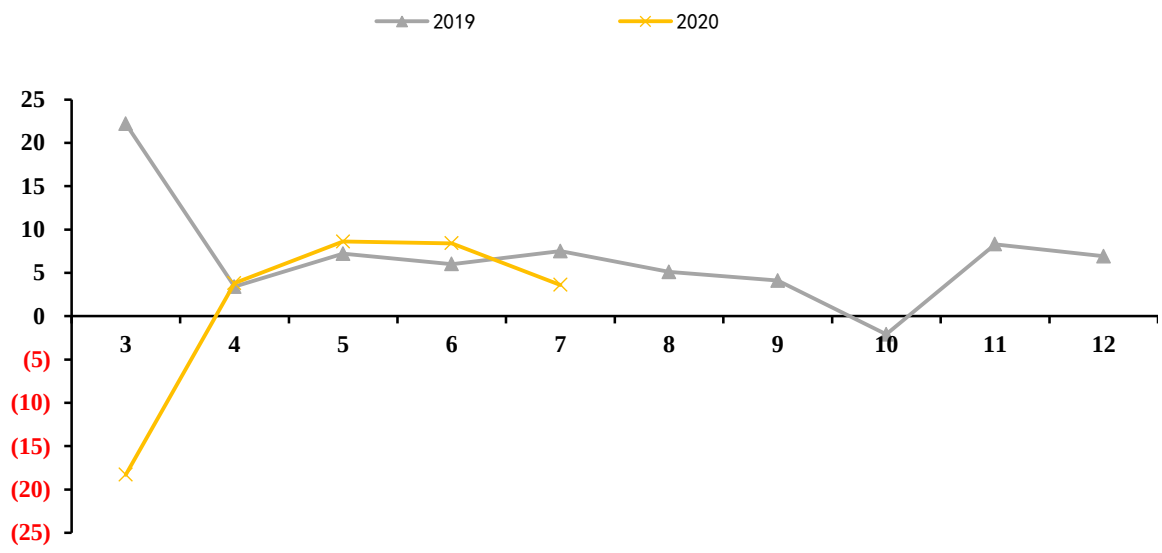
2020 水泥产量增速预测：依据 GDP 增速目标 2020 年 5.6%并假设第二产业占比的不同情况：

情形 1：第二产业占比 40%（2019），每亿元 GDP 消耗水泥 0.26 万吨，据此测算 2020 水泥产量增速为 6%。

情形 2：第二产业占比 50%（2012），每亿元 GDP 消耗水泥 0.45 万吨，据此测算 2020 水泥产量增速为 81%。

情形 3：第二产业占比 57%（2010），每亿元 GDP 消耗水泥 0.58 万吨，据此测算 2020 水泥产量增速为 136%。

图26：　我国水泥产量月度同比数据，%

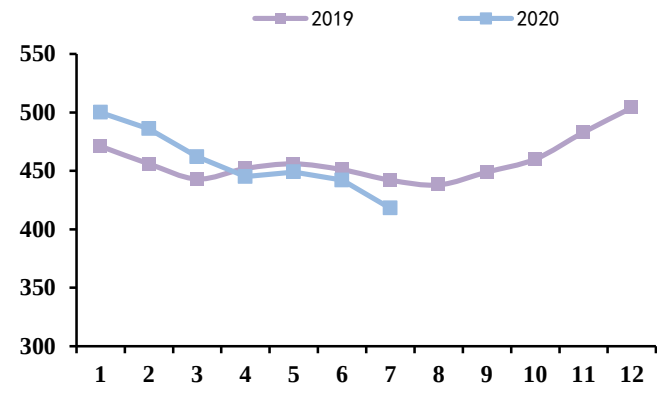


资料来源：wind，民生证券研究院

2、水泥价格：受疫情和洪涝灾害影响，年初至今价格下行（西南、西北、中南表现较好）

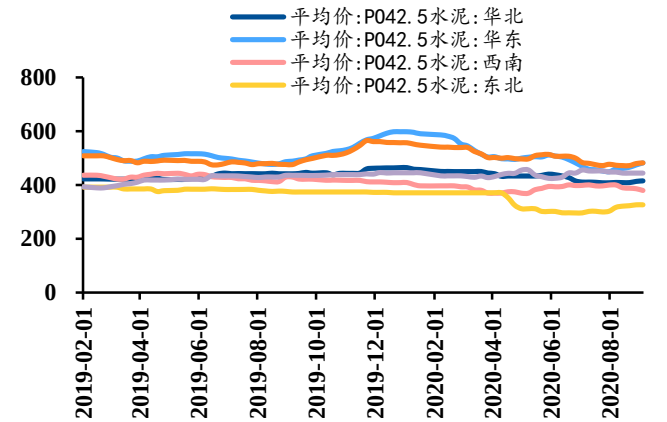
2015 年之后错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨，水泥行业利润明显增厚，2019 年行业净利润 1546 亿，同比增长 110%。2019 年全国水泥价格均价 449 元/吨，为 2014 年以来最高。2020 年年初至今价格下行，其中西南、西北、中南表现较好。

图27： 平均价:P.O42.5 散装:全国平均，元/吨



资料来源：Wind，民生证券研究院

图28： 全国各区域水泥价格对比，元/吨



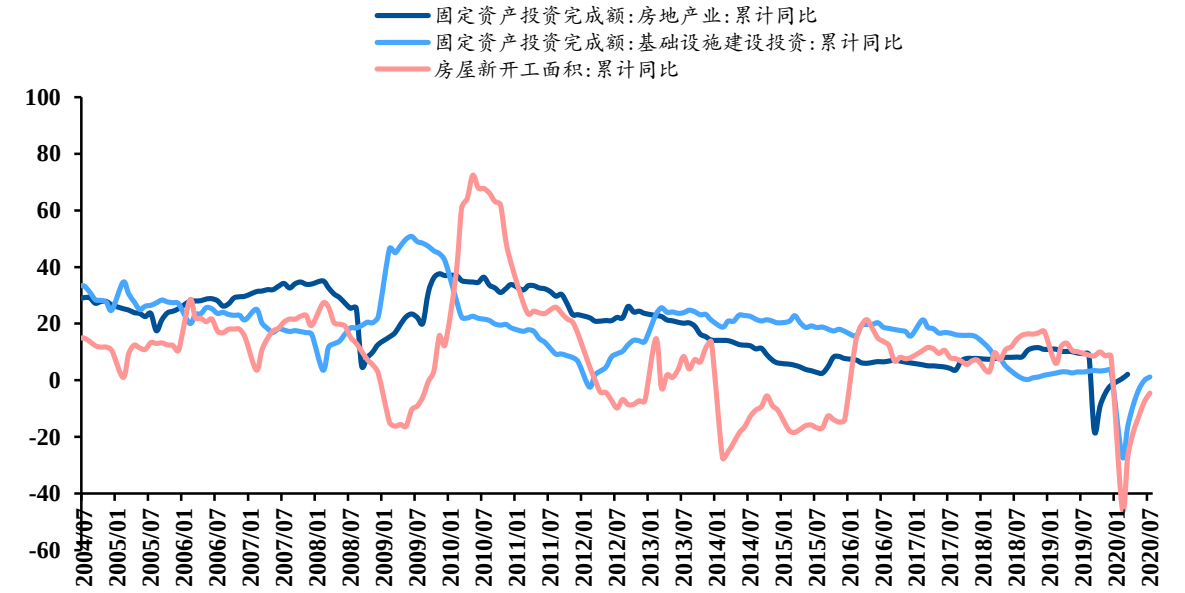
资料来源：Wind，民生证券研究院

3、下游需求：2020 年 7 月，地产基地投资重归正增长

地产：同比增速韧性强。2019 年 2-12 月房地产开发投资累计同比增速平均值为 10.4%（房屋新开工同比增速 9.6%）处于 2015 年以来的最高水平。从月度数据来看，2019 年下半年地产累计同比增速持续回落，从 6 月份的 11%下滑到 12 月份的 9.1%，增速放缓但下滑幅度不大。2020 年 7 月投资完成额增速+2.1%，环比反弹 1.5 个百分点，重归正增长。

基建：同比增速持续回暖。2019 年 2-12 月基建增速累计同比增速平均值为 3.1%，处于 2015 年以来较低水平（峰值 20%+）15 年、16 年和 17 年全年基建增速保持在 15%以上，而 18 年前三季度基建增速不断下跌，在 Q3 之后触底反弹。19 年年初基建增速延续低位反弹趋势，并且下半年增速（3.3%）高于上半年（2.8%）。2020 年 7 月增速+1.2%，环比反弹 1.3 个百分点，重归正增长。我们判断在房住不炒的大背景下，基建增速有望持续回暖。

图29： 地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比，%



资料来源：wind，民生证券研究院

4、水泥的供给：淘汰落后产能力度减小，水泥产能主要受错峰限产影响

水泥及熟料新增产能在 2010 年达到顶峰，此后新增产能逐渐减少；同时，水泥淘汰落后产能的规模在 2012 年达到顶峰，之后也不断减少。在淘汰落后产能力度减小之后，影响水泥供给的主要因素是错峰限产政策。2015 年错峰限产之后，水泥供给也已进入平台期。

5、重点公司：

重点关注行业龙头**海螺水泥**，弹性最大**冀东水泥**，PE 最低**上峰水泥**，PB 最低**天山股份**。分区域看，西部大开发关注**天山股份**，中部崛起关注**华新水泥**，粤港澳大湾区关注**塔牌集团**。

（二）个股观点

1、海螺水泥

核心业务：2019 年水泥熟料自产销量 3.23 亿吨，同比增长 8.6%。2019 年全国累计水泥产量 23.3 亿吨，同比增长 6.1%，公司水泥销量增速高于全国平均水平。

业绩与估值：19 年归母净利 336 亿，预计 20-22 年 366 亿，407 亿，447 亿，对应 PE8.6，7.7，7.0（行业 TTM12.6，估值日期 9 月 4 日）

推荐逻辑：

1）国内水泥领军企业，未来持续受益供给收缩及基建回暖。2）海螺核心竞争力是生产低成本和低费用率。实现水泥吨成本 179 元/吨大幅低于行业水平（208 元/吨）。费用端其 6.0%的费用率远低于平均水平 12.6%。

2、华新水泥

核心业务：公司水泥产能近 1 亿吨/年　　**护城河：**处于区位垄断地位，中西部。

业绩与估值:19 净利 63 亿，预计 20-22 年净利为 65 亿，69 亿，74 亿，PE 为 8.5，8.0 和 7.5（行业 TTM12.6，估值日期 9 月 4 日）。

推荐逻辑：（1）规模及完整产业链优势、技术壁垒、品牌优势、区位等打造牢固护城河（2）看好地产和基建的逆周期增长，叠加错峰限产政策的执行等。（3）估值处于相对低位。

3、塔牌集团

核心业务：2000 万吨水泥产能，2020 年预计 2400 万吨。　**护城河：**区位垄断，粤东地区。

业绩与估值： 19 年净利 17 亿，预计 20-22 年净利 20 亿，23 亿，26 亿，PE9.3，8.0 和 7.0 倍（行业 TTM12.6，估值日期 9 月 4 日）。

推荐逻辑：（1）粤港澳大湾区建设在即，公司业绩有望稳定增长。（2）两条万吨线陆续投产，吨水泥成本下降提升盈利能力。（3）现金流优秀，资本开支减少，高股息支付率有望成为常态。

4、东宏股份

核心业务：基建 PE 类管材。　**护城河：**规模优势，历史业绩（南山北调、T3 机场管网等）。

业绩与估值： 19 年净利 2 亿，预计 20-22 年净利 2.7 亿，3.3 亿，4.1 亿，PE17.9，14.5 和 11.8 倍（行业 TTM36.7，估值日期 9 月 4 日）。

推荐逻辑：(1)管道制造领军企业，未来将持续受益 PE 价格下行。(2)基建回暖在即，管材行业有望迎来新一轮景气周期。

投资组合盈利预测与评级

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/9/4	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
海螺水泥	59.45	6.34	6.91	7.67	9.4	8.6	7.7	推荐
华新水泥	26.59	3.03	3.11	3.31	8.8	8.5	8.0	推荐
上峰水泥	27.61	2.93	3.15	3.67	9.4	8.8	7.5	推荐
祁连山	19.20	1.59	1.71	1.95	12.1	11.2	9.9	推荐
青松建化	5.67	0.16	0.40	0.47	35.4	14.1	12.0	推荐
天山股份	20.29	1.56	1.67	1.94	13.0	12.1	10.4	推荐
塔牌集团	8.08	0.52	0.59	0.70	15.5	13.7	11.5	推荐
旗滨集团	59.90	1.44	1.92	2.34	41.6	31.2	25.6	推荐
东方雨虹	27.14	0.60	0.97	1.16	45.2	28.0	23.4	推荐
科顺股份	137.38	1.39	1.76	2.24	98.8	77.9	61.4	推荐
坚朗五金	41.29	1.08	1.43	1.79	38.2	29.0	23.1	推荐
蒙娜丽莎	18.68	0.79	1.04	1.29	23.6	17.9	14.5	推荐
东宏股份	59.45	6.34	6.91	7.67	9.4	8.6	7.7	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、风险提示

地产开工数据下滑，基建加码节奏较慢，疫情出现反复。

地产开工数据下滑：地产为建材行业的最重要的下游，地产开工数据下滑将会影响建材需求，进而影响建材行业中各公司盈利；

基建加码节奏较慢：基建投资时国内经济最重要的“稳定器”之一，且其也是建材行业的主要下游，因而若基建加码节奏变慢，则来自于基建的建材需求将变慢，进而也会影响到建材行业内公司的盈利水平；

疫情出现反复：新冠疫情的反复将严重影响地产、基建的施工，进而也将对建材需求产生巨大影响。

插图目录

图 1: 1999 年以来我国水泥需求由快速增长期转入平台期 4
图 2: 我国水泥产量月度同比数据自 15 年以来进入新一轮回暖期，% 4
图 3: 我国水泥产量月度同比数据(季节图)，% 5
图 4: 水泥价格历史变化，元/吨 5
图 5: 水泥价格季节变化，元/吨 5
图 6: 地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比，% 6
图 7: 我国浮法玻璃在产产能自 15 年进入平台期，（亿重量箱，%） 7
图 8: 房屋新开工面积与浮法玻璃产量同比增长数据走势基本一致，% 8
图 9: 浮法玻璃价格 15 年见底后反弹，元/重量箱 8
图 10: 建材板块营业收入及增速 9
图 11: 建材板块归母净利润及增速 9
图 12: 建材板块 ROE 及毛利率 9
图 13: 建材板块资产负债率 9
图 14: 水泥子板块营收及增长率 10
图 15: 水泥板块归母净利润及增长率 10
图 16: 水泥子板块 ROE 及毛利率 10
图 17: 水泥子板块资产负债率 10
图 18: 玻璃板块营收及增长率 11
图 19: 玻璃板块归母净利润及增长率 11
图 20: 玻璃板块 ROE 及毛利率 12
图 21: 玻璃板块资产负债率 12
图 22: 其他建材板块营收及增长率 13
图 23: 其他建材板块归母净利润及增长率 13
图 24: 其他建材板块 ROE 及毛利率 13
图 25: 其他建材板块资产负债率 13
图 26: 我国水泥产量月度同比数据，% 15
图 27: 平均价:P.O42.5 散装:全国平均，元/吨 16
图 28: 全国各区域水泥价格对比，元/吨 16
图 29: 地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比，% 17

表格目录

表 1：申万行业分类水泥公司营收、净利润增速等数据 10
表 2：申万行业分类玻璃公司营收、净利润增速等数据 12
表 3：申万行业分类其他建材类公司营收、净利润增速等数据 13

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；　100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；　200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；　518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。