东兴证券 DONGXING SECURITIES

建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产

2020 年 08 月 06 日

看好/维持

建材 | 行业报告

分析师	赵军胜 电话：010-66554088 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
研究助理	韩宇 电话：010-66554041 邮箱：hanyu_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070045

投资摘要：

传统建材公司市值不断创出历史新高。作为传统行业的建材，我们一直以来看好推荐分别代表瓷砖、减水剂、水泥和防水材料行业的蒙娜丽莎、垒知集团、祁连山和东方雨虹等传统公司市值不断创出新高，涨幅分别高达 321%、107%、273%和 400%。可以看出这种现象的出现并非偶然和个案，而是具备行业系统性的原因。

行业结构优化，优秀和龙头公司市占率提升成就持续发展新路径。通过各个行业集中度的提升趋势看，瓷砖、减水剂、水泥和防水材料等行业集中度在不断地提升当中，而集中度提升的背后是这些行业中优秀和龙头公司市场占有率的提升，在传统行业需求空间增长下降甚至萎缩的情况下，优秀和龙头公司趁势拓展自己的市场份额，不断提升自己的规模效应成为传统建材行业中优秀和龙头公司的发展新路径。

集中度提升背后是市场竞争加剧、政策推动和下游集中度提升等共同作用的结果。建材行业随着需求空间增速下降和萎缩，叠加行业产能投放较多，导致产能过剩，行业环境恶化，一轮轮周期的波动让一些弱势企业被迫退出市场。同时国家不断趋严的产能控制、落后产能淘汰、产品质量要求提升、环保政策压缩了劣质企业的发展空间，增加了生产经营成本导致劣质企业关停、倒闭和破产。下游行业集中度提升对企业参与提出更高的要求和标准，挤压劣质企业市场空间。这些都为优秀和龙头公司发展腾挪出新空间。

新冠疫情加速劣质企业淘汰，并落地增量需求新空间。新冠疫情对全球经济造成巨大的影响，全球经济增长急刹车，失业率高增，稳增长带来全球流动性宽松的政策模式。面对外部环境风险，中国固定资产投资作为稳增长有效方法，传统基建仍为支柱力量，同时房地产投资增长的韧性强，随着前期稳增长政策落地，内需建材行业增量需求将会显现，带动行业新的发展。同时疫情对中小企业又进行了一次很强的市场淘汰，疫情之后中小企业的恢复也较慢，这进一步加速了传统建材行业集中度提升的速度。

供给和需求双驱力，内需老建材铸造优质核心资产。行业集中度提升趋势的驱动不但没有变化，疫情反而加速了这个趋势，对于优秀和龙头公司在行业供给端和需求端存在着市场占有率提升的双重驱动，传统建材公司的原有成长路径会走的更顺畅。在中国经济率先复苏情况下，中国资产成为优质资产，中国的内需建材是中国内需政策和供给结构优化的最大受益者。老建材行业集中度不断提升的趋势铸就出核心资产。

风险提示：增量需求落地情况低于预期、疫情发展出现不可控因素。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）				PE				PB	评级
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
蒙娜丽莎	1.08	1.37	1.97	2.44	38	30	21	17	5.03	强烈推荐
垒知集团	0.58	0.79	1.07	1.34	18	13	10	8	2.70	强烈推荐
东方雨虹	1.44	1.93	2.43	2.97	38	29	23	18	6.32	强烈推荐
冀东水泥	2.00	2.41	3.00	3.25	9	8	6	6	1.63	强烈推荐
中国巨石	0.61	0.59	0.91	1.22	20	20	13	10	2.39	强烈推荐
祁连山	1.59	2.46	2.73	3.20	13	8	8	6	1.89	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，

目 录

1. 奇怪的现象：传统建材行业有些公司市值持续扩张 4
2. 行业结构嬗变孕育龙头和优秀公司发展新路径 5
2.1 建材行业龙头和优秀公司市占率逐步提高，行业集中度不断提升 6
2.2 龙头和优秀公司乘势而为不断布局，提升市占率 7
3. 去投资和绿色发展时代，市场竞争和政策加剧落后企业环境恶劣 7
3.1 经济发展转型后，市场竞争推动导致落后企业生存环境恶劣 7
3.2 环保、产能控制和淘汰等政策迫使落后企业退出市场 9
3.3 下游集中度提升对企业标准提高，挤压小企业的空间 11
4. 新冠疫情加速小企业淘汰，落地增量需求带来发展新空间 11
4.1 疫情造成经济衰退失业率上升，全球进入政策宽松模式 11
4.2 中国传统基建仍是支柱，叠加地产投资韧性建材增量需求落地 13
4.3 疫情对小企业冲击大且恢复较慢，有利优秀和龙头公司市占率提升 14
5. 供给和需求双驱力，内需建材公司成为疫情后的优质核心资产 15
6. 风险提示 16
相关报告汇总 17

插图目录

图 1： 蒙娜丽莎股价走势 4
图 2： 帝欧家居股价走势 4
图 3： 垒知集团股价走势 4
图 4： 苏博特股价走势 4
图 5： 祁连山股价走势 5
图 6： 海螺水泥股价走势 5
图 7： 东方雨虹股价走势图 5
图 8： 科顺股份股价走势图 5
图 9： 水泥行业 CR3 的变化情况 6
图 10： 防水材料行业 CR3 变化情况 6
图 11： 减水剂行业 CR3 的变化情况 6
图 12： 瓷砖主要上市公司市占率变化 6
图 13： 海螺水泥营业收入和增速 7
图 14： 东方雨虹营业收入和增速 7
图 15： 全国固定资产投资和增速 8
图 16： 中国 GDP 的三驾马车 8
图 17： 全国瓷砖产量和增速 8
图 18： 全国房地产竣工面积和增速 8
图 19： 房企销售集中度情况 11
图 20： 6 大建筑央企市场份额变化情况（以新签合同金额计） 11

图 21：全球新冠疫情新增病例 11
图 22：中国新冠疫情新增病例 11
图 23：中国、美国和欧元区单季 GDP 增速 12
图 24：中国、美国和欧元区失业率 12
图 25：美国联邦基准利率变化 12
图 26：中国 LPR 利率变化 12
图 27：欧洲应对疫情的量化宽松变化趋势 13
图 28：中国政府财政赤字率 13
图 29：中国地方政府专项债发行额度和增速 13
图 30：中国金融机构信贷额度和增速 13
图 31：中国基础设施投资增速 14
图 32：中国房地产投资和增速 14
图 33：中国 PMI 在手订单指数 14
图 34：中国 PMI 新订单指数 14
图 35：中国建筑及装潢材料销售额同比 15
图 36：美国中小企业盈利趋势 15

表格目录

表格 1：国家相关污染治理法规和政策一览 9
表格 2：《陶瓷工业污染物排放标准》2014、2017 修改单对比 9
表格 3：2010 年以来国家层面针对淘汰建筑防水材料行业落后产能的文件政策 10
表格 4：国家和地方化工品管理相关政策 10

1. 奇怪的现象：传统建材行业有些公司市值持续扩张

以蒙娜丽莎为代表的瓷砖行业公司股价不断创出新高。蒙娜丽莎作为瓷砖行业的优秀领军企业，也是东兴证券建材研究团队一直以来重点推荐的公司。市值从 2019 年 8 月中旬以来不断创出新高，到 2020 年 7 月中旬涨幅高达 321%。报告见:《蒙娜丽莎（002918）深度报告：逆风向上迎拐点，双轮驱动立翘楚》2019-08-15

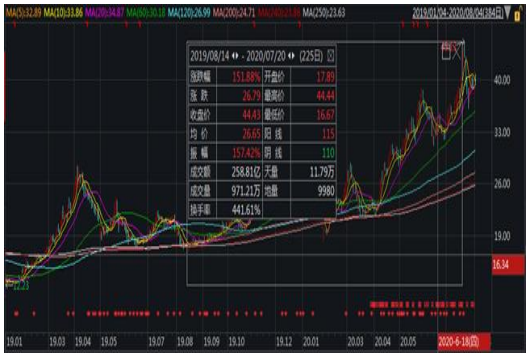
帝欧家居作为 2B 业务快速发展的践行者，市值从 2019 年 8 月中旬到 2020 年 7 月下旬不断新高，涨幅高达 152%，

图1：蒙娜丽莎股价走势



资料来源：wind,东兴证券研究所

图2：帝欧家居股价走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

以垒知集团为代表的减水剂行业公司股价不断新高。垒知集团作为全国布局的减水剂龙头，高性价比的产品和服务更具竞争力。市值从 2020 年 1 月 3 日到 2020 年 6 月中旬，不断创出新高，涨幅高达 107%。报告见《垒知集团（002398）深度报告：致高行远》2020-01-03

苏博特作为减水剂另一个龙头公司，依靠产品技术优势，占领标志性基建项目制高点，提升品牌影响力。市值从 2020 年 2 月 4 日到 6 月 16 日市值不断新高，涨幅高达 114%。报告见《混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬》2020-04-13

图3：垒知集团股价走势



资料来源：wind,东兴证券研究所

图4：苏博特股价走势

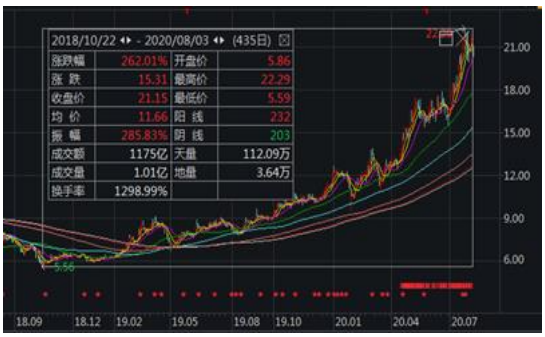


资料来源：wind，东兴证券研究所

以祁连山和海螺水泥为代表的水泥行业公司，市值也不断创出新高。祁连山（600720）作为西北水泥龙头，也是东兴证券建材研究团队持续重点推荐金股和重点标的，从 2018 年 10 月 26 日开始持续上涨，到 2020 年 7 月下旬涨幅达到 273%。报告见《祁连山（600720）深度报告：成长中的西北水泥龙头》2020-02-17。

海螺水泥（600585）作为水泥龙头公司大白马，被称为“泥茅”，市值从 2016 年以来不断地创出新高。从 2016 年初开始连续 4 年的上涨，到 2020 年 8 月涨幅高达 458%。

图5：祁连山股价走势



资料来源：wind,东兴证券研究所

图6：海螺水泥股价走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

以东方雨虹、科顺股份等为代表的防水公司股价不断创出新高。东方雨虹作为防水材料行业的龙头公司，随着规模的快速提升，成本等综合优势凸现。从 2018 年 10 月中旬到当前市值也是不断创出新高，涨幅高达 400%。报告见《建筑防水材料产业报告:行业集中度加速提升》 2020-04-09。

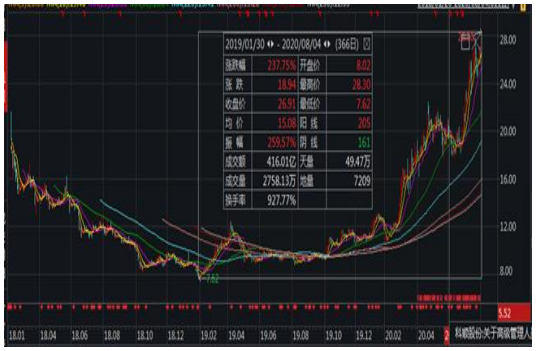
科顺股份作为行业第二名紧紧跟随。市值从 2019 年 2 月初到当前不断创出新高，涨幅高达 237%。

图7：东方雨虹股价走势图



资料来源：wind,东兴证券研究所

图8：科顺股份股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 行业结构嬗变孕育龙头和优秀公司发展新路径

我们可以看到这些创新高的公司要么是龙头公司，要么是行业内优秀的公司。为什么是这些公司的股价不断地屡创新高？这和我们一向的认知“建材行业属于产能过剩的行业，随着地产行业进入发展后阶段和中国基建投资空间收窄，行业景气度应该进入下行通道”相矛盾。究竟行业发生了怎样的变化呢？

2.1 建材行业龙头和优秀公司市占率逐步提高，行业集中度不断提升

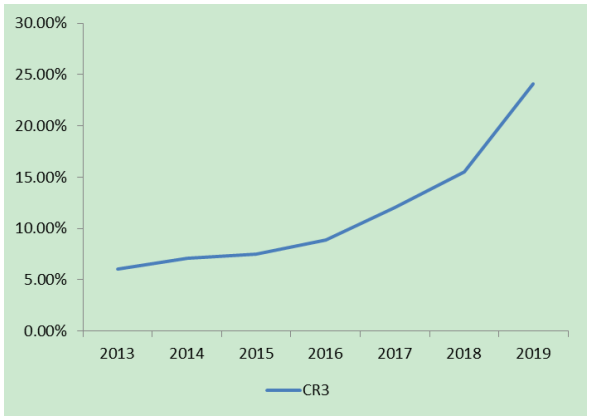
中国水泥行业已进入寡占格局。一直以来水泥行业集中度水平处于不断提升的态势当中，在 2011 年 CR3 仅为 20.04%，到 2019 年 CR3 的水平达到 39.46%，年复合增长率为 8.84%。

图9：水泥行业 CR3 的变化情况



资料来源：wind,东兴证券研究所

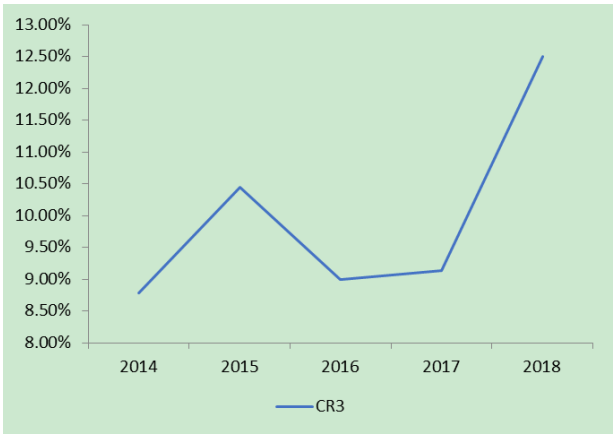
图10：防水材料行业 CR3 变化情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

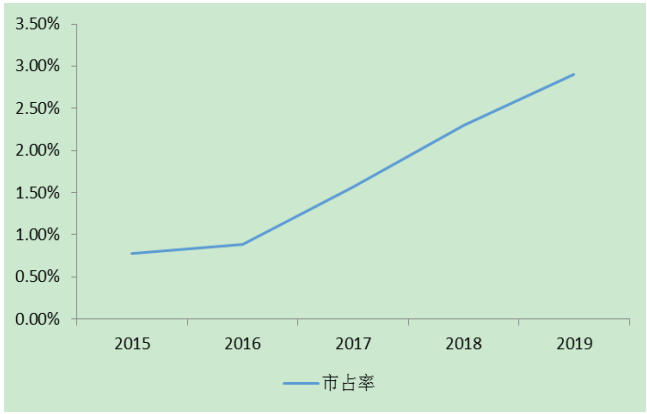
防水材料行业龙头地位稳固，行业的前三大公司的营业收入占比也是处于不断地提升年当中，从 2013 年的占比为 6.07%，到 2019 年占比达到 24.06%，年复合增长率为高达 25.82%。

图11：减水剂行业 CR3 的变化情况



资料来源：wind,东兴证券研究所

图12：瓷砖主要上市公司市占率变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

减水剂行业的 CR3 从 2014 年的 8.79%，波动上行达到 2018 年的 12.50%，年度复合增长率为 9.20%。

而瓷砖行业的主要 2 家上市公司的市场占有率从 2015 年的 0.78%，上升至 2019 年的 2.90%。年度复合增长率为 38.86%。

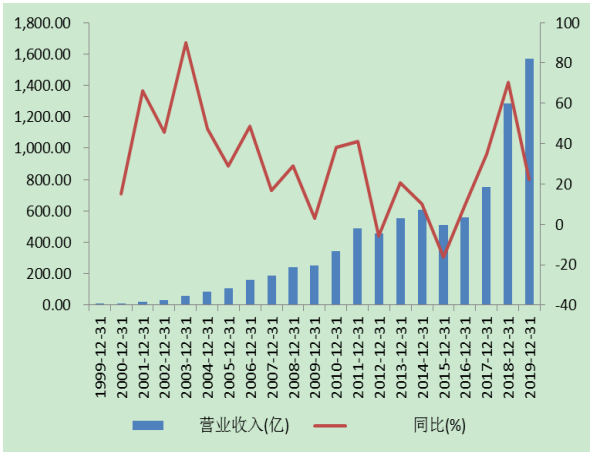
所以，我们可以看到作为传统行业的建材行业在过去的几年当中，龙头和优秀公司的市场占有率水平处于不断地提升当中，行业的集中度不断提升，行业结构发生着不断地变化。集中度提升成为行业产业链地位提升的路径，市占率提升成为行业中优秀和龙头公司持续发展和成长的基本路径。也就是说作为传统的建材行业

虽然行业的规模提升空间收窄或者规模收缩但优秀和龙头却在市场占有率不断提升的过程当中，得到持续的发展和成长。

2.2 龙头和优秀公司乘势而为不断布局，提升市占率

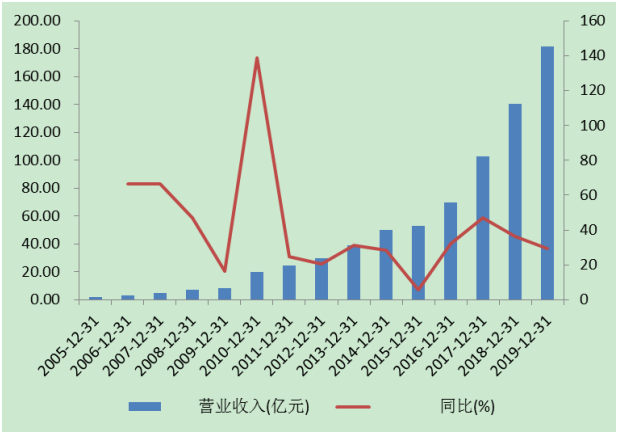
海螺水泥利用自己的华东根据地的沿江布局优势，在海外不断拓展的同时，也通过并购在国内收购水泥资产不断地做大做强。公司本身综合竞争力强，单位成本低，在行业景气度下行当中具备很强的抗风险能力。公司具备很强的并购和管理能力，在国内水泥产能严控新建的政策下通过收购，开启了自己不一样的成长路径。比如像收购巢东股份的水泥资产等，进一步巩固了自己的护城河。公司从 2000 年只有 12 亿营业收入的规模经过近 20 年，成长为营业收入规模高达 1570 亿的全球水泥龙头公司。

图13：海螺水泥营业收入和增速



资料来源：wind,东兴证券研究所

图14：东方雨虹营业收入和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

东方雨虹利用 2B 的业务模式，直销地产商，使得自身的规模快速扩大。生产基地快速实现全国的布局，成为行业中唯一完成全国化布局的防水企业，建设了 28 个生产基地，辐射全国各地。规模优势和品牌优势得到很好地确立和巩固，成本优势进一步得到提升。从 2005 年营业收入规模仅有 1.75 亿元的小防水材料企业逐步成长为 2019 年营业收入规模高达 181.54 亿元的中国防水材料绝对龙头。

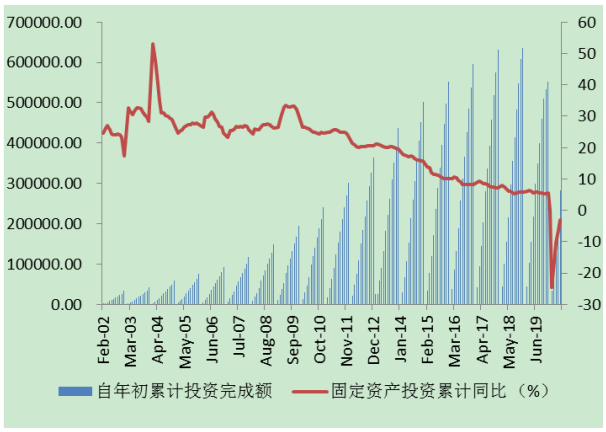
3. 去投资和绿色发展时代，市场竞争和政策加剧落后企业环境恶劣

3.1 经济发展转型后，市场竞争推动导致落后企业生存环境恶劣

作为传统的周期性行业，行业处在大大小小的周期变化中。比如在经济周期的波动下，行业的需求环境发生变化，如果产能没有外部条件控制，产能建设的滞后性往往会带来行业周期性的景气波动。更主要的是中国的经济增长方式转型也带来固定资产投资增速的中枢不断下移，带来行业需求空间增长收窄甚至萎缩。

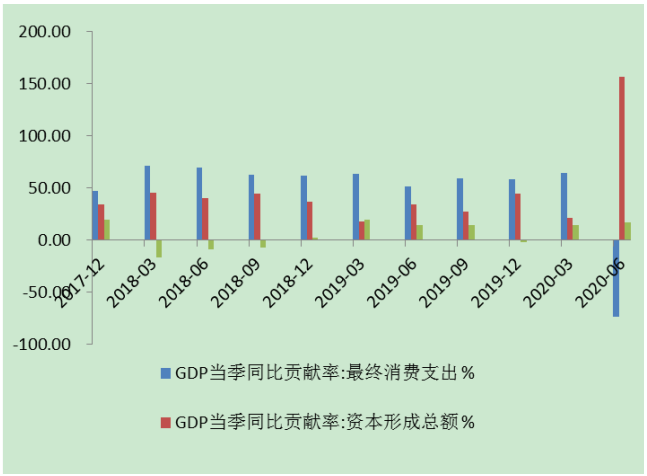
去投资化中经济变革中，行业景气度下行推动水泥和瓷砖等行业集中度提升。随着中国经济的发展，中国经济已经进入到去投资化的阶段，从依赖固定资产投资驱动的增长开始向服务、高科技和绿色发展驱动的增长方式转变，固定资产投资和房地产投资增速处于总体下降的态势当中。建材行业在这个过程当中产能增长过快和需求增长的不匹配会导致产能过剩，行业景气度下行。景气度下行的过程当中，一些抗风险能力较差的企业会被迫退出市场。也就是说，中国经济增长方式的转变过程，其实也是一个对于建材行业进行市场化优胜劣汰的快速淘汰过程。

图15：全国固定资产投资和增速



资料来源：wind,东兴证券研究所

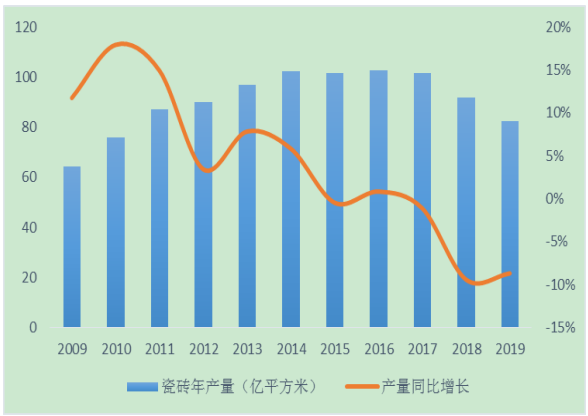
图16：中国 GDP 的三驾马车



资料来源：wind，东兴证券研究所

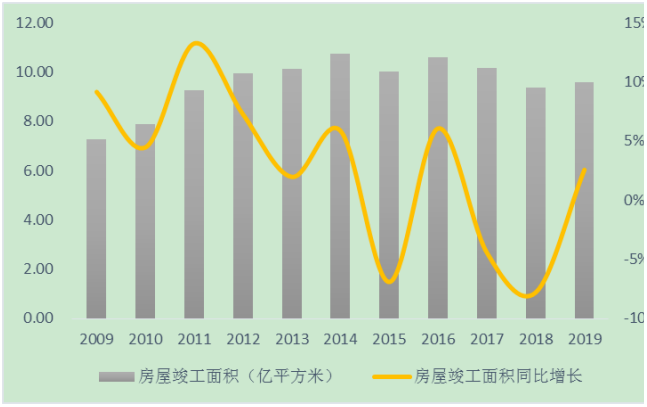
像水泥行业在 2011 年之前中国固定资产投资高速增长的阶段，水泥需求旺盛，同时也带来了水泥产能的过度建设，导致水泥产能出现阶段性的严重过剩。随着水泥行业景气度下行，一些企业受到较大的市场影响和冲击盈利水平大幅下降，甚至亏损。这种市场的变化让一些小企业退出市场。

图17：全国瓷砖产量和增速



资料来源：wind,东兴证券研究所

图18：全国房地产竣工面积和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

像瓷砖行业在经历了一年年行业景气度下降的过程当中，一些中小企业逐步被迫退出市场。2017 年以前由于需求较好，产能上马较多，导致瓷砖产能过剩。从 2017 年以来随着需求的萎缩，行业的供需态势恶化，行业景气度下行，行业竞争环境恶化。一些综合竞争力较差的企业被迫退出市场，从而行业总产量从 2017 年以来出现了持续 3 年的下降。瓷砖产量从 2016 年 102.6 亿平方米的最高点，连续 3 年的下降，到 2019 年产量降至仅有 82.25 亿平方米。竞争力差的企业不断从市场中退出。

另外像减水剂和防水材料等行业也同样经历这样的过程。

3.2 环保、产能控制和淘汰等政策迫使落后企业退出市场

环保、产能控制和落后产能淘汰等政策趋严使得一些企业失去生存和发展能力。建材行业作为传统行业，在经济粗放式发展模式下一般是环境污染的大户，像陶瓷、防水材料、减水剂等均属于环境污染行业。随着国家经济发展进入绿色发展阶段，环境保护成为国家发展的重要任务和目标。原来一些依靠环保投入少，降低成本来获得的市场竞争力的企业，随着环保政策和法规趋严，环保成本提升，加大了企业的生产成本，积压了企业的利润，削弱了这些企业的竞争力。从而一些小企业被迫停产和倒闭，以及被相关部门关停。像瓷砖行业、防水材料行业和减水剂行业都是因为环保增加了原先环保治理投入少的企业成本，对这些企业产生了很大的影响和冲击。但是对于一向规范和环保投入较多，环保标准一直较高的优秀企业影响不大。

表格 1：国家相关污染治理法规和政策一览

时间	中央颁布的相关法规政策	颁布部门
2013.9	《大气污染防治行动计划》(即《大气十条》)	国务院
2015.8	《中华人民共和国大气污染防治法》	全国人大
2017.1	《“十三五”节能减排综合工作方案》	国务院
2017.3	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	环保部等
2017.6	关于征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改单(征求意见稿)意见的函	环保部
2018.7	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院
2018.7	《排污许可证申请与核发技术规范陶瓷砖瓦工业》	生态环境部
2019.3	《2019 年全国大气污染防治工作要点》	生态环境部
2019.8	关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见	生态环境部
2019.9	《排污许可证申请与核发技术规范 危险废物焚烧》	生态环境部
2020.4	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	全国人大

资料来源：各部门网站、东兴证券研究所

传统瓷砖行业属于高污染、高能耗的行业，环境污染大，是国家重点监管的对象。近年来环保管控加码，2017 年《陶瓷工业污染物排放标准》的最新修订单对颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放要求全面收严，在环保方面向陶瓷企业提出了更高的要求。中央政府出台多项法规政策深化工业污染治理，地方政府也出台相关政策强化对“散乱污”企业的综合整治。

表格 2：《陶瓷工业污染物排放标准》2014、2017 修改单对比

污染物	《陶瓷工业污染物排放标准》2014 年修改单		《陶瓷工业污染物排放标准》2017 年修改单（征求意见稿）	
	喷雾干燥塔	陶瓷窑	喷雾干燥塔	陶瓷窑
颗粒物	30mg/m³	30mg/m³	20mg/m³	20mg/m³
二氧化硫	50mg/m³	50mg/m³	30mg/m³	30mg/m³
氮氧化物	180mg/m³	180mg/m³	100mg/m³	150mg/m³

资料来源：环保部、东兴证券研究所

一些瓷砖小企业环保设施不全，不达标，导致环保趋严后成本增加，甚至被迫停产，有些规模以上企业也受到影响。大中型企业响应政策，通过“煤改气”等措施改造“绿色生产线”，而部分环保不达标的小企业被勒令关停整改。

水泥行业的产能政策制约了一些落后企业的发展。2011 年以来国务院严控水泥产能投建以来，水泥行业由前期的市场化淘汰，逐步转变为政策的驱动。加上落后产能淘汰政策推动，一些小企业由于生产线的落后等各种原因被市场淘汰。包括一些上市公司也因经营困难并收购，像被海螺水泥收购的原上市公司巢东股份水泥资产，还有西水股份、狮头股份等水泥资产退出上市公司历史舞台。

中国建材、海螺水泥、冀东水泥等通过产能置换、收购和并购等不同的方式不断地优化自己的产线，不断地逐步做大做强，使得自己的市场占有率逐步提升。

从长期看中国水泥行业的并购趋势还没有结束，在产能严格控制的情况下，一些小企业很容易在行业景气度下降的市场竞争当中失去自我生存的能力而被大企业收购或者被推出市场舞台。

防水材料和减水剂企业不但有环保的对弱势企业的挤压，还有产品和服务标准的提升。国家对于防水材料使用年限从 5 年提高到 10 年，最新的《建筑和市政工程防水通过规范》中甚至提出防水材料使用年限提高到 25-30 年。同时，几年来国家加大对防水卷材和涂料的抽检力度，并持续出台淘汰低端落后产能政策。这些都对防水材料行业中的落后企业挤压严重。

表格 3：2010 年以来国家层面针对淘汰建筑防水材料行业落后产能的文件政策

发布时间	文件或政策名称	内容要求
2013.1.15	《建筑防水卷材行业准入条件》	明确了建筑防水卷材新建生产规模、工艺与装备要求，同时对生产线能源消耗、环境保护、产品质量等都提出明确要求。
2013.12.31	《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》	将现有有胎沥青基防水卷材能耗限定值提高到 220kgce/km²、有胎沥青及防水卷材能耗先进值提高到 180kgce/km²。
2016.9.28	《建材工业发展规划（2016—2020 年）》	推广使用长寿命、低渗漏、免维护的高分子防水卷材、防水密封胶。
2016.9.30	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	规定发证产品及标准、企业申请生产许可证的基本条件、生产设备及工艺要求等，提高行业发展规范化程度。
2019.10.30	产业结构调整指导目录（2019 年本）	淘汰落后生产工艺装备

资料来源：政府网站、东兴证券研究所

减水剂作为化工品管理，要求退城入园提高投建新产能门槛。2016 以来年随着环保标准的提升，减水剂合成企业逐渐归为化工类企业进行管理，执行“退城入园”的政策。由于工业园区的进入门槛更倾向于规模较大，环保水平较高的企业，小企业因为环保不达标而基本被拒之门外，被淘汰出减水剂市场。

表格 4：国家和地方化工品管理相关政策

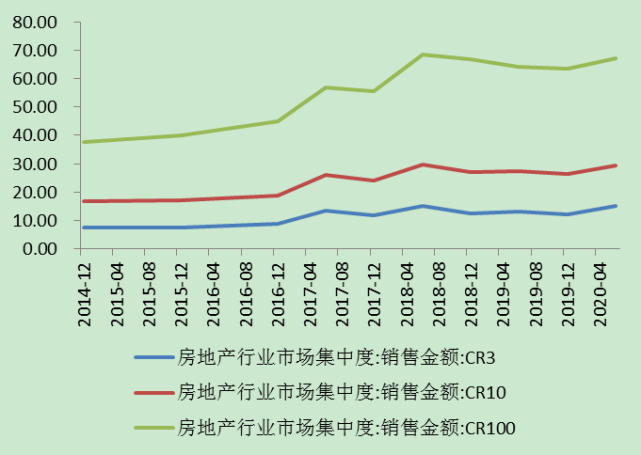
发布单位	发布时间	文件或政策名称	主要内容
国务院办公厅	2017 年 9 月	《国务院办公厅关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》	到 2025 年，城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离要求的危险化学品生产企业就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出。
国务院办公厅	2017 年 2 月	《安全生产“十三五”规划》	加快实施人口密集区域危险化学品和化工企业生产、仓储场所安全搬迁工程
国务院办公厅	2016 年 12 月	国务院办公厅关于印发《危险化学品安全综合治理方案》的通知	人口密集区危险化学品企业搬迁工程全面启动实施。

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

3.3 下游集中度提升对企业标准提高，挤压小企业的空间

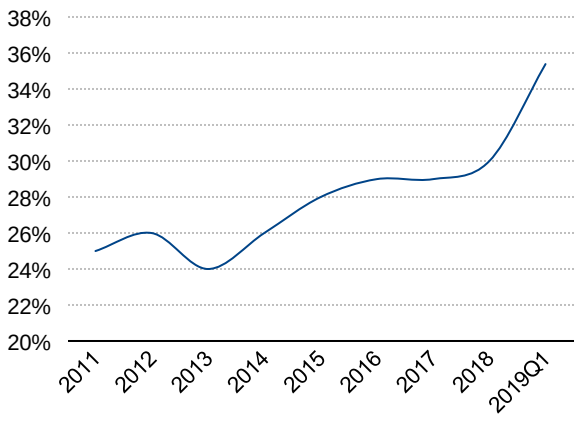
随着中国建筑和房地产行业的不断发展，房地产和建筑等行业的集中度也处于不断的提升态势当中。随着地产和建筑行业的集中，地产和建筑头部公司规模不断扩大。头部地产和建筑公司对于建材供应商的选择通过招投标模式进行，对参与投标的企业有着更高的标准和要求。并且每个地产和建筑企业选择的供应商数量有限，优秀和头部的建材行业公司将从中受益，市场份额得到提升，而小企业市场份额受到挤压。

图19：房企销售集中度情况



资料来源：wind,东兴证券研究所

图20：6 大建筑央企市场份额变化情况（以新签合同金额计）



资料来源：wind，东兴证券研究所

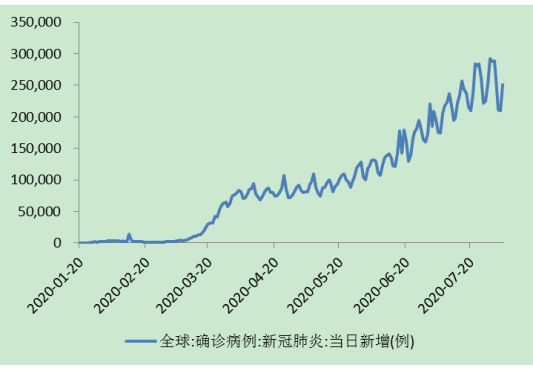
加上精装房规模的不断扩大使得房地产企业通过招投标模式采购建材产品的市场份额不断扩大，2B 模式成为了很多建材企业快速发展的新路径，同时也挤压了小企业的市场份额，以 2C 模式为主的小企业发展受到很大的制约。

4. 新冠疫情加速小企业淘汰，落地增量需求带来发展新空间

4.1 疫情造成经济衰退失业率上升，全球进入政策宽松模式

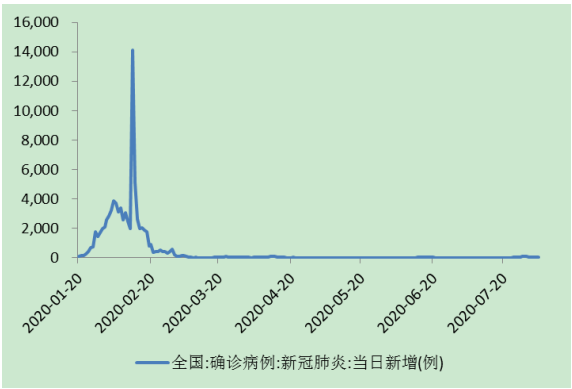
2020 年出现了百年不遇的新冠肺炎疫情，全球感染人数接近 2000 万，对全球经济产生了巨大的影响。

图21：全球新冠疫情新增病例



资料来源：wind,东兴证券研究所

图22：中国新冠疫情新增病例

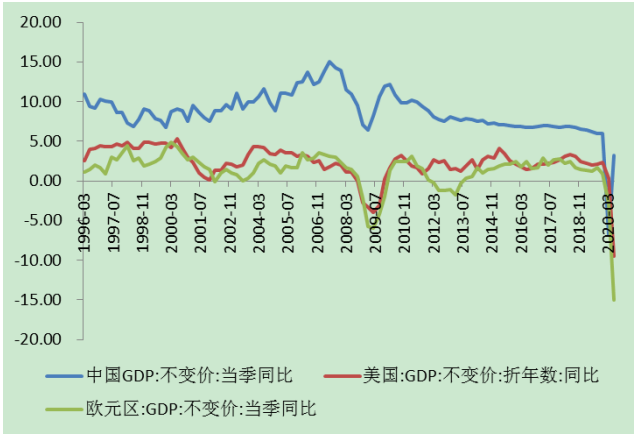


资料来源：wind，东兴证券研究所

2020 年的新冠疫情的出现严重阻碍了全球经济的发展。为了防止疫情扩散，各国的开启了非正常的工作和生活模式，全球正常的经济活动基本停滞，经济出现了熔断。企业不能正常开工，线下市场几乎被关停。企业不能正常经营，但还要负担一切经营所需的刚性成本，企业的收入和利润出现大幅下降甚至大幅亏损。

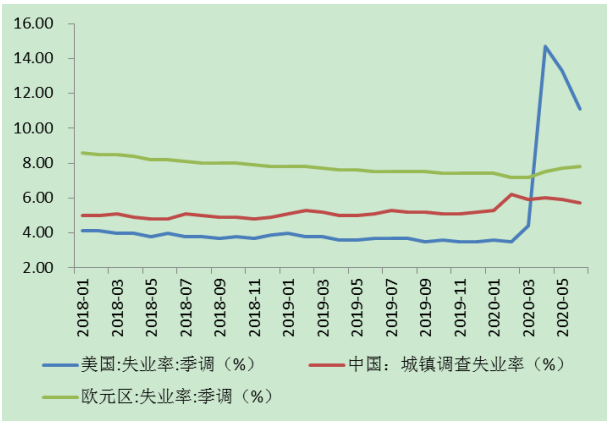
全球经济受到重创。中国 GDP 增速 2020 年 1 季度下滑 6.8%；美国和欧元区的 2 季度 GDP 增速仍持续大幅下降至负增长 9.54%和 15%。随着中国经济率先复苏， 2 季度 GDP 增速虽转正为 3.2%，但较正常水平还有很大差距。中国、美国和欧盟的失业率也出现上升，美国失业率飙升超过 10%，中国失业率在 6%左右波动，欧元区失业率达到 7.8%，一改 2013 年以来的持续下降趋势。

图23：中国、美国和欧元区单季 GDP 增速



资料来源：wind,东兴证券研究所

图24：中国、美国和欧元区失业率



资料来源：wind，东兴证券研究所

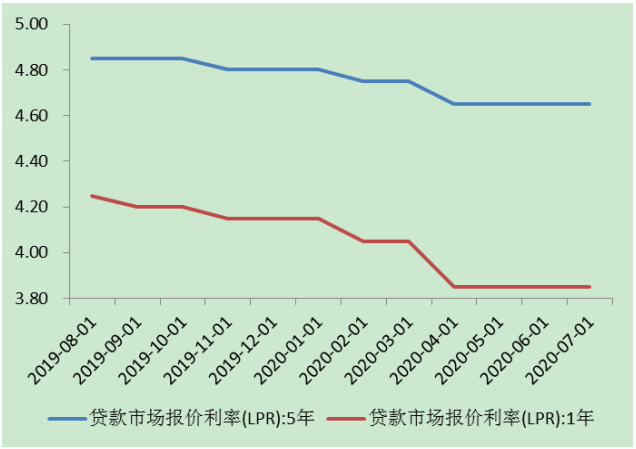
为了应对疫情，全球开启极度宽松的货币和财政政策。各国纷纷实施宽松货币政策和财政政策，美国多管齐下实施降息、购买国债和资产抵押债券，实施财政刺激计划等。欧洲各国不但实施量化宽松，也启了 3.4 万亿欧元的财政刺激计划。日本也推出 56 万亿日元的财政刺激计划。中国也通过不断地降准以及低利率的资金投放实施宽松货币政策，同时提高政府赤字率实施宽松的财政政策。

图25：美国联邦基准利率变化



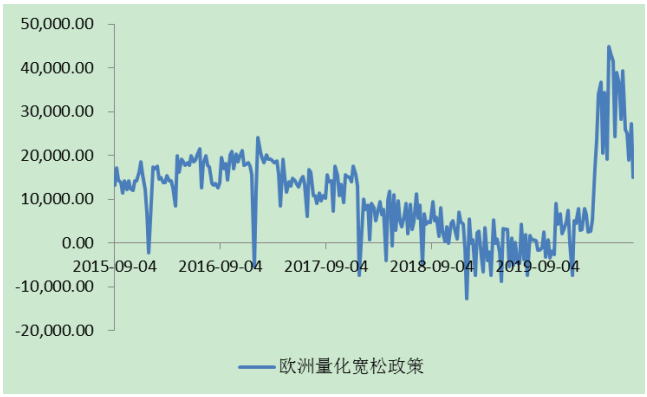
资料来源：wind,东兴证券研究所

图26：中国 LPR 利率变化



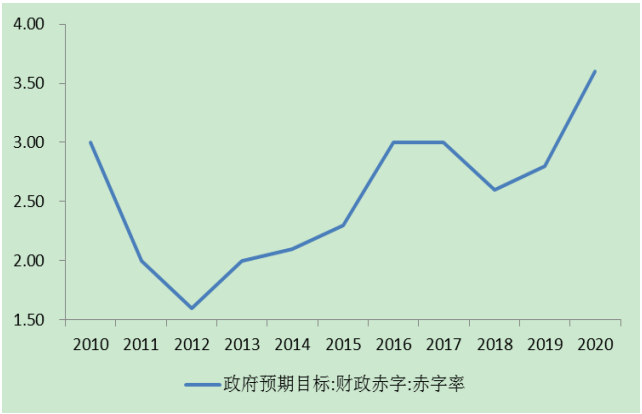
资料来源：wind，东兴证券研究所

图27：欧洲应对疫情的量化宽松变化趋势



资料来源：wind,东兴证券研究所

图28：中国政府财政赤字率



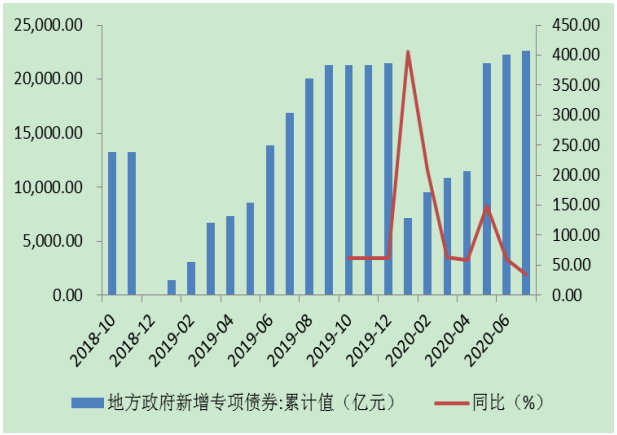
资料来源：wind，东兴证券研究所

4.2 中国传统基建仍是支柱，叠加地产投资韧性建材增量需求落地

专项债和信贷齐发力，传统基建依然是稳增长的支柱。2020 年中国政府专项债发行额度大幅增长，1-7 月专项债发行额度为 2.3 万亿元，同比增长 34.38%，其中基础设施建设占比约 56%。2020 年以来贷款额度增速不断提升，到 6 月份达到 13%的增速。

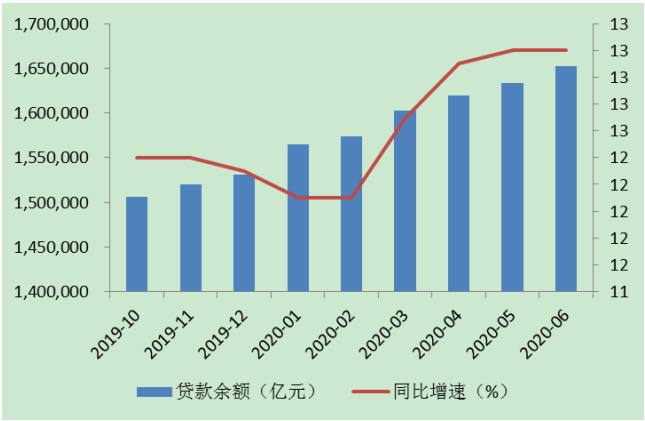
传统基建绝对规模大，是稳增长的主要支柱力量。中国基础设施投资 2019 年达到 18.2 万亿，而新基建额度仅有几千亿规模，面对疫情的对经济的巨大影响新基建很难负担重任。所以，传统基建成为应对疫情稳增长的支柱。

图29：中国地方政府专项债发行额度和增速



资料来源：wind,东兴证券研究所

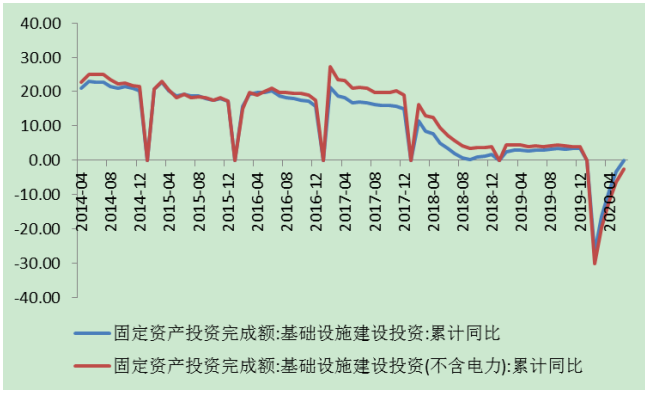
图30：中国金融机构信贷额度和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

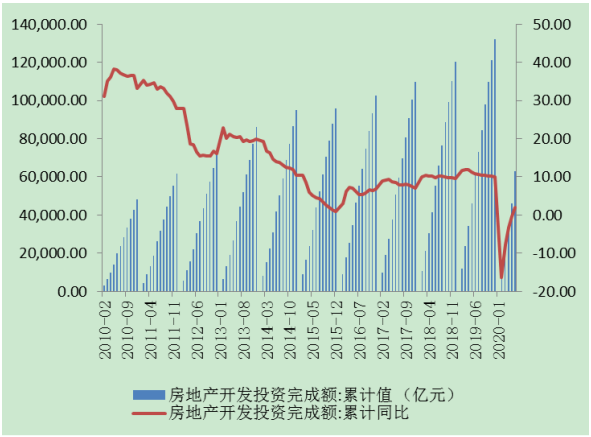
传统基建先发力叠加后续地产投资韧性，建材增量需求开始落地。随着国内疫情的结束和国外疫情的应对机制的完善和有序，经济开始见底改善。传统基建作为经济稳增长的主力先开始逐步改善，2020 年 6 月基础设施建设累计投资同比增速为-0.07%，较上月改善 3.24 个百分点。房地产投资增速的韧性也在逐步显现，2020 年 6 月房地产投资增速由负转正，增长 1.90%。随着地产和基建增速的改善和提升，建材行业增量需求将会逐步落地，为建材行业提供好的发展需求空间。

图31：中国基础设施投资增速



资料来源：wind,东兴证券研究所

图32：中国房地产投资和增速

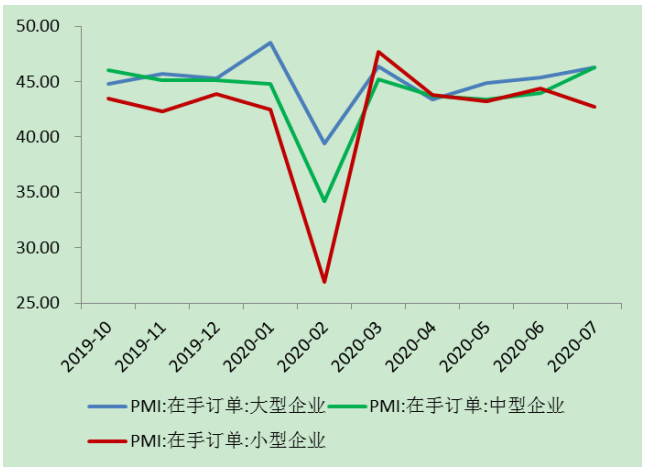


资料来源：wind，东兴证券研究所

4.3 疫情对小企业冲击大且恢复较慢，有利优秀和龙头公司市占率提升

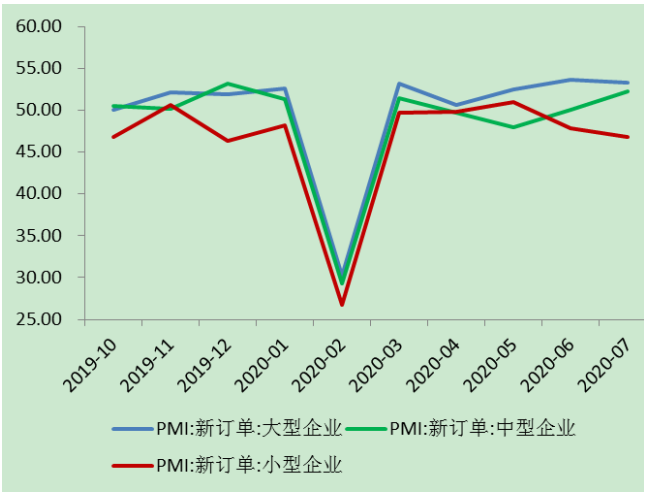
大企业比小企业有较强的抗风险能力，疫情是试金石。大企业由于其充裕的货币资金，面对疫情有较强的抵御风险能力。但小企业在疫情中应对风险能力差，由于不能正常经营和关门导致损失巨大。所以，失业的人员上应该是小企业的从业人员较多。疫情导致很多小企业关停。小企业在疫情之后的恢复趋势情况也相对于大中企业差。从 PMI 生产和新订单指数看，小企业的疫情后的改善趋势情况向下，而大中企业的改善趋势向上。

图33：中国 PMI 在手订单指数



资料来源：wind,东兴证券研究所

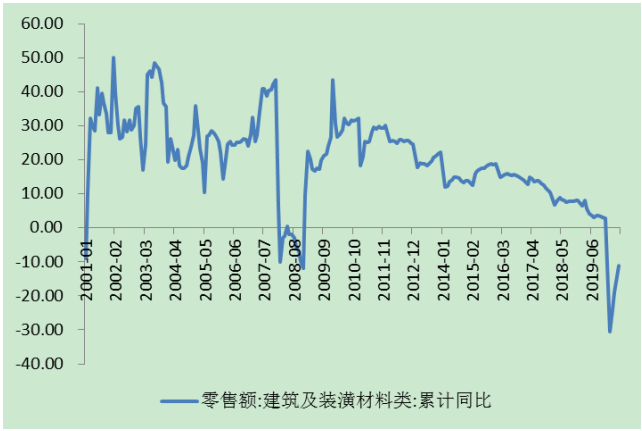
图34：中国 PMI 新订单指数



资料来源：wind，东兴证券研究所

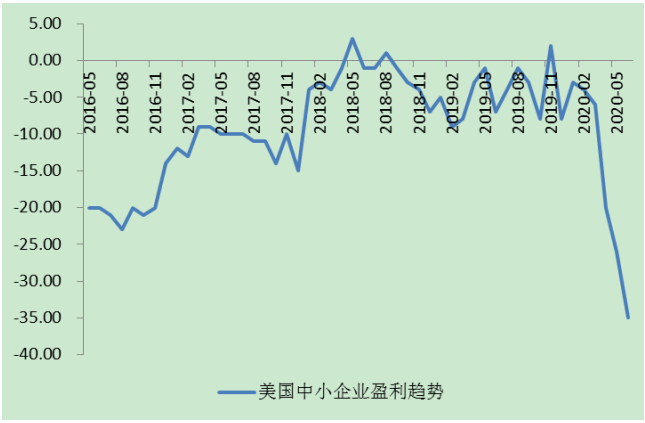
对于建材行业中很多行业由于 2B 业务受到下游大客户像地产商的要求标准较高，很多小企业以 2C 业务模式为主。我们可以看到疫情对于 2C 业务影响巨大，很多门店因为疫情无法正常营业，几乎处于关停状态，疫情后恢复情况也相对较慢，我们没有小企业的直接经营数据，但是我们从零售数据可以看到 2020 年 6 月建筑装潢材料类销售额同比增速仍处较差水平，仍同比大幅下滑 11%。

图35：中国建筑及装潢材料销售额同比



资料来源：wind,东兴证券研究所

图36：美国中小企业盈利趋势



资料来源：wind，东兴证券研究所

疫情对竞争力差的企业进行淘汰，有利于优秀和龙头发展。我们没有中国小企业的直接利润数据，但我们从PMI指数、建筑及装潢材料零售额的同比变化以及美国中小企业的盈利趋势，可以看到疫情对于小企业影响较大，通过调研我们也可以看到不但是2C模式的小企业因为门店关停无法正常经营，2B模式的小企业在疫情中因为现金流周转问题而被迫退出市场竞争。总之，疫情对于小企业进行了又一次强力的市场淘汰。而抗风险能力强的优秀公司和龙头公司在经历过疫情的冲击之后，进入一个供给和需求都有利的行业发展环境。

5. 供给和需求双驱力，内需建材公司成为疫情后的优质核心资产

建材行业集中度提升的趋势在疫情后加速。产能控制、落后产能淘汰、环保以及下游集中度提升作为建材行业的集中度提升的驱动因素没有发生变化，并且还有进一步的趋严和趋强。疫情作为突发事件让建材行业的市场环境恶化，对小企业和一些竞争力差的企业进行了一次大力度的市场淘汰，行业环境又进一步得到优化。而龙头和优秀公司基于较强的抗风险能力，能够应对这次疫情带来的市场危机。小企业的淘汰为龙头和优秀企业腾挪出了市场的空间和改善的市场环境。

增量需求落地，加速优秀和龙头公司发展。随着疫情在国外的蔓延和发展，在外部环境恶化的情况下，中国建材行业作为内需行业将充分受益于防风险政策带来的增量需求，并成为经济稳增长的重要力量。龙头和优秀的建材公司不但在行业供给端被优化，在需求端也带来新发展空间。有利于龙头和优秀公司加速提升自身的市场占有率水平，加速建材行业集中度的提升。

中国经济率先见底推动中国内需建材成核心资产。中国疫情率先得到控制，经济率先开始复苏。而国外的疫情还在不断地蔓延，没有得到有效的控制。所以在这种形式下中国资产将成为优质的资产，而中国资产中内需建材行业资产将成为中国资产中的核心资产。

我们看好建材行业中龙头公司的业绩弹性和优质公司业绩成长的持续性，继续看好瓷砖、水泥、减水剂、玻璃、玻纤、管材和石膏板行业中的龙头和优秀公司。

我们继续推荐：瓷砖行业的蒙娜丽莎和帝欧家居，减水剂行业的垒知集团和苏博特，防水材料行业中的东方雨虹、科顺股份和凯伦股份，水泥行业中的海螺水泥、华新水泥、冀东水泥和祁连山等，管材行业中的：中

国联塑、伟星新材和东宏股份，玻璃行业中的旗滨集团、信义光能、福莱特、山东药玻和福耀玻璃等，玻纤行业中的中国巨石、再升科技和长海股份以及板材中兔宝宝和北新建材等。

6. 风险提示

增量需求落地情况低于预期、疫情发展出现不可控因素。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告:行业集中度加速提升	2020-04-10
行业深度报告	后疫情时代系列报告之二：业绩估值双升力，内需水泥看今朝	2020-03-28
行业深度报告	水泥和玻璃 2020 年展望: 高景气度持续，从下而上寻找弹性	2020-02-14
行业深度报告	玻纤 2020 年展望：关注行业供需改善拐点的到来	2020-02-11
行业深度报告	建材行业 2020 年度展望：看好消费建材 C 模式超预期机会	2020-02-03
行业季度报告	消费建材:B 模式当前完胜，C 模式不要悲观	2019-11-19
行业季度报告	水泥、玻璃和玻纤:周期收尾，增量带动龙头公司可期	2019-11-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526