

中性

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
北新建材	000786.SZ	29.79	买入
旗滨集团	601636.SH	8.40	买入
塔牌集团	002233.SZ	13.63	买入
垒知集团	002398.SZ	10.69	买入

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 7 月 17 日当地货币收市价为标准

建材行业 2020 年中期策略

行业格局改善，周期力量回归

上半年建材行业表现较好，特别是早周期品和 B 端装修龙头集中度提升逻辑被市场认可，估值迅速调整到位。预计下半年建材板块仍有机会。考虑当前玻璃行业数据特征与去年类似，复苏行情重演可能性最大；水泥下半年需求反弹为大概率事件但预计价格高于去年同期仍有难度；玻纤目前估值与行业景气度均处于历史低位有回升空间；早周期品估值已经调整到位，下半年业绩释放可能性较大；B 端龙头估值基本调整到位，应首选业绩兑现可能性高的品种。总体优先度排序是玻璃>水泥>玻纤>早周期品>B 端龙头。

支撑评级的要点

- **水泥下半年供给与需求均有望增加**：受疫情影响，上半年建筑行业施工需求与产能投放都受到抑制。预计下半年水泥需求将有所反弹，新增产能有所增加，整体呈现价稳量增的态势。建议从区域财政、土地成交、产能投放等角度预判下半年各地方供需情况。看好新疆、山东、四川、广东等省份行情。
- **早周期品下游需求有望反弹，业绩增长可期**：疫情影响以及雨水天气影响下，二季度早周期品出货量受到冲击。当前防水和减水剂等早周期品行业集中度提升逻辑已为市场所认知，估值调整到位，下半年需求反弹加上企业自身产能扩张，业绩快速增长确定性更高。
- **平板玻璃有望演绎去年复苏行情**：看疫情对平板玻璃行业冲击接近尾声。从当前时点看，目前与去年相比竣工增速回升力度不减，平板玻璃价格相当，库存水平略高于去年，在产产能明显低于去年同期。去年平板玻璃底部反转的行情大概率今年有望重新演绎。
- **家装建材 B 端龙头业绩释放，优选细分行业龙头**：在竣工回暖、地产集中、精装集采三种逻辑驱动下，工程端建材龙头业绩快速释放。当前板块估值基本调整到位，长期来看估值提升趋势可持续，但短期有一定回调风险。目前一线城市龙头房企精装渗透率已经高于发达国家，未来精装渗透将有赖于二三线城市推进，预计速度将所放缓。建议从规模效应和现金管理两个维度优选细分行业龙头。
- **玻纤行业供给冲击减弱，静待景气度回升**：疫情影响下，目前海外需求仍未看到明显复苏迹象。国内需求增速与产品价格均处于低位。考虑 2019 年下半年以来行业有较多产能停产，供给过剩格局有所缓解，预计未来行业景气度有一定回暖空间。

重点推荐

- 水泥行业龙头关注**海螺水泥**，区域龙头推荐**塔牌集团**、关注**天山股份**；纯正平板玻璃标的推荐**旗滨集团**；早周期品龙头推荐**垒知集团**，关注**东方雨虹、科顺股份**；建材 B 端细分行业龙头推荐**北新建材**，关注**蒙娜丽莎、永高股份**；玻纤行业领军者关注**中国巨石**。

评级面临的主要风险

- **风险提示**：水泥产能集中投放、竣工不及预期、海外疫情恶化、精装房渗透放缓。

相关研究报告

《建材行业周报》20200713

《建材行业周报》20200407

《建材行业周报》20200330

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

目录

上半年回顾与展望 6

水泥观点：下半年有望需求反弹，景气度提升 9

其他早周期建材：集中度提升，业绩释放稳定 14

玻璃观点：价格复苏行情有望重演 17

消费建材：竣工回暖+旧改+地产集采利好 B 端龙头 19

玻璃纤维：供给冲击减弱，静待行业景气回暖 26

投资建议 29

风险提示 30

北新建材 32

图表目录

图表 1.2020 年至今建材板块表现较好.....6
图表 2. 主动管理公募持有建材股票数量增长（单位：亿股，剔除海螺、伟星、北新、巨石、雨虹）.....6
图表 3. 水泥、玻璃、装修建材景气度均有所下滑.....7
图表 4. 西部水泥、东北玻璃表现较好.....7
图表 5. 2019 年年报建材各细分板块业绩增速.....7
图表 6. 2020 年一季度建材各细分板块业绩增速.....7
图表 7. 各季度建材板块指数涨幅拆分.....8
图表 8. 行业估值溢价与业绩变动高度负相关.....8
图表 9. 2020 年水泥库存先高后低.....9
图表 10. 2020 年水泥开工率先低后高.....9
图表 11. 西南和西北区域水泥景气度快速提升.....9
图表 12. 上半年水泥价格承压.....9
图表 13.2020 年上半年以来建筑行业相关重大政策.....10
图表 14. 电热气水投资恢复最快，地产建安次之，交运邮储与公用水利增速稍慢但好于制造业.....10
图表 15. 2020 下半年年各省份偿债压力变化情况.....11
图表 16. 2020 年上半年各省份土地成交面积变化情况.....11
图表 17. 2020 年上半年全国新增熟料产能一览表.....11
图表 18.预计 2020 年下半年各省份新增产能情况.....11
图表 19.2020 年下半年各地水泥景气度分档预判.....12
图表 20. 预计下半年各地新投放产能高于上半年.....12
图表 21. 不同省份行业景气度情况.....12
图表 22. 冀东水泥基本面指数与超额受益高度吻合.....12
图表 23. 2019 年四季度以来减水剂行业有超额收益.....14
图表 24.2017 年以来，减水剂上市龙头快速增长.....14
图表 25. 行业前二龙头集中度提升明显加速.....14
图表 26.减水剂行业估值快速切换.....14
图表 27. 一季度水泥供需走弱.....15
图表 28.主要原材料价格下滑.....15
图表 29. 2019 年四季度以来防水行业有超额收益.....15
图表 30.防水产品价格与沥青高度相关.....15
图表 31. 防水上市龙头业绩快速提升.....16

图表 32.行业估值溢价快速提升 16
图表 33.减水剂与防水市场地位有若干相似之处 16
图表 34. 玻璃价格快速回升，库存回落 17
图表 35. 近期在产产能持续减少 17
图表 36.2020 年上半年全国在产产能变化少于去年同期 17
图表 37. 价格回升，仍处于低位 17
图表 38. 库存回落但高于去年同期 17
图表 39. 传统玻璃周期由地产销售驱动 18
图表 40. 2019 年玻璃价格复苏与竣工回暖有较大关系 18
图表 41. 地产销售面积改善是玻璃价格周期的起点 18
图表 42.工程段装修建材龙头有显著超额收益 19
图表 43. 工程端龙头估值切换集中在 2020 年上半年 19
图表 44.工程端龙头迎来业绩与估值戴维斯双击 19
图表 45. 工程端龙头业绩保持高速增长 20
图表 46. 机构重仓达到历史新高 20
图表 47. 工程建材龙头净营运周期更短 20
图表 48. 工程建材龙头经营利润率与其他建材持平 20
图表 49. 工程建材资本开支/收入比重相对较低 21
图表 50. 其他行业龙头估值/行业平均估值长期持续提升 21
图表 51. 以往周期竣工滞后开工 3-4 个季度 21
图表 52. 棚改对装修行业拉动作用逐步减弱 21
图表 53.棚改对地产投资和家装产值的带动作用测算 22
图表 54. 预计小区基础设施建设是大头 22
图表 55.套内装修预算构成预测 22
图表 56.近年来有关旧城改造相关文件 23
图表 57.近年来全国性全装修政策相关文件 23
图表 58. 精装房政策颁布加速 23
图表 59.全国多数地区印发精装修相关政策 23
图表 60. 房地产行业集中度快速提升 24
图表 61.近年来精装房渗透率加速提升 24
图表 62. 一线城市渗透率已经达到发达国家水平 24
图表 63.近年来建材家居商店经营效率快速下降 24
图表 64. 石膏板、瓷砖、管材、家居等品类资产较重 25
图表 65. 工程渠道占比与现金管理能力显著负相关 25
图表 66.2019 年主要家装建材上市公司财务数据比较 25

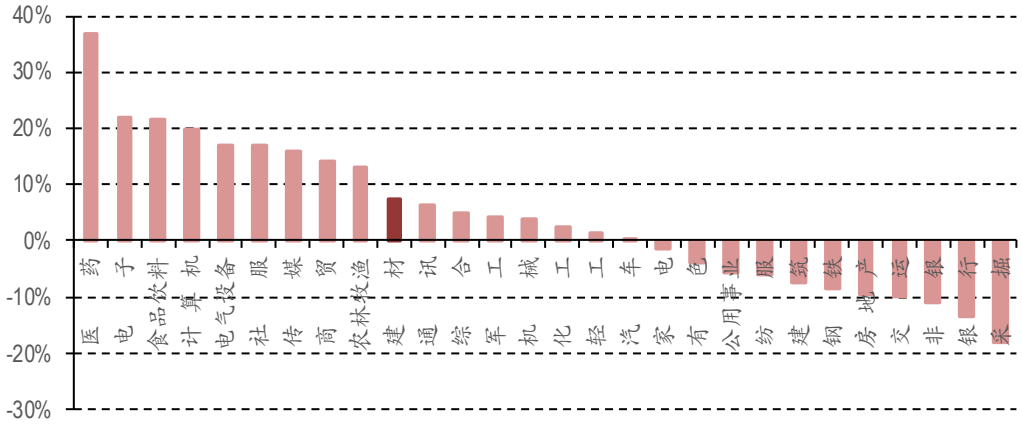
图表 67. 近年玻纤龙头业绩增速下滑，但仍保持增长 26
图表 68. 2020 年来业绩增速依然低位，估值弹性低 26
图表 69.玻纤需求结构，建筑占比最高 26
图表 70. 海外疫情仍有恶化趋势 26
图表 71. 目前国内玻纤需求与价格依然疲软 27
图表 72. 新增产能数量不断减少 27
图表 73. 2018 年有较多产能投放 27
图表 74. 当前玻纤成本占比较高，利润空间被压缩 27
图表 75.2019 年下半年以来较多产能停产冷修 28
附录图表 76. 报告中提及上市公司估值表 31
图表 77. 公司历史发展沿革 33
图表 78. 多年以来业绩稳步增长 33
图表 79. 公司市场关注度提升 33
图表 80. 石膏板是收入的主要构成 34
图表 81. 石膏板销量逐年增长 34
图表 82. 公司在绝大多数区域占有率高于 50% 34
图表 83. 公司主要产能集中在冀鲁苏鄂皖五省 34
图表 84. 护面纸占石膏板成本结构大头 35
图表 85. 废纸原料是护面纸成本主要构成 35
图表 86.废纸进口相关政策梳理 35
图表 87. 原料与燃料相比同行均有明显优势 36
图表 88. 单方费用减少但人员工资提升 36
图表 89. 公司旗下品牌齐全 36

上半年回顾与展望

1. 上半年股票表现：可圈可点

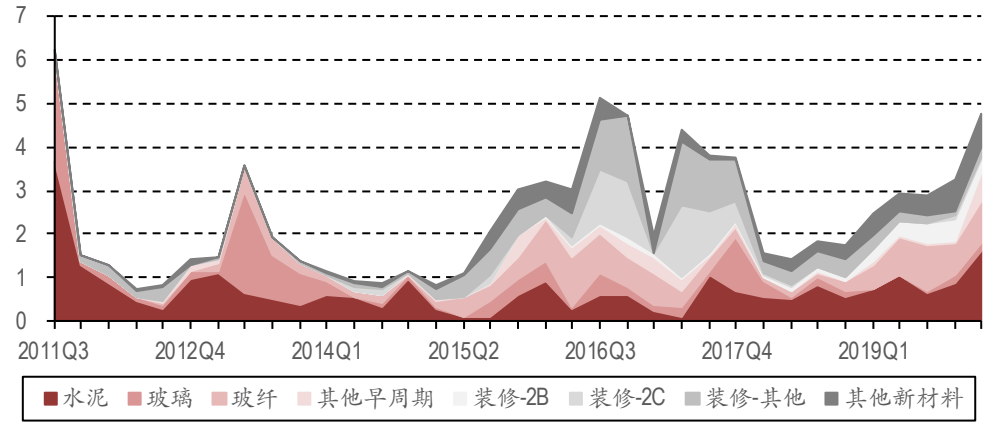
上半年跑赢大盘，2-4 月份走势强劲，5 月份雨水天气影响下有所回落：2020 年上半年建材板块依旧延续强于大盘的走势，1-6 月份中上旬建材指数收益全 A 股排名第 10，仅次于消费、医药、科技等相关板块。其中 2-4 月份走势尤为强劲，在基建一系列利好政策催化下，水泥、防水、减水剂等早周期板块股价屡创新高。装修建材表现也持续走强。但 5 月份以来，随着南方持续雨水天气影响建筑施工需求，早周期产业链相关产品出货量不及预期，板块表现有所走弱，相对收益有所下滑。

图表 1.2020 年至今建材板块表现较好



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 主动管理公募持有建材股票数量增长（单位：亿股，剔除海螺、伟星、北新、巨石、雨虹）



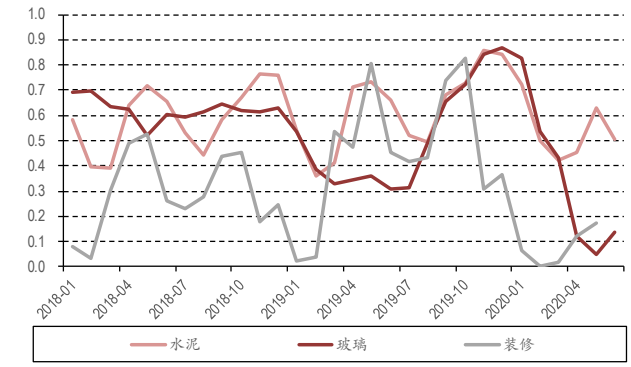
资料来源：万得，中银证券

建材板块持股继续增长，其中大宗建材温和增长，装修建材小幅回落，新材料持平，早周期大幅增长：2020 年以来，主动管理公募基金持有建材板块股票数量持续 2019 年以来快速增长的态势。考虑海螺水泥、北新建材、伟星新材、中国巨石、东方雨虹五个股均为所在细分行业龙头，盈利能力强，机构持续集中且数量巨大。为方便分析机构持续变化情况，我们将上述五个股数据剔除。分析建材行业不同细分板块持股状况，可以发现水泥、玻璃、玻纤等大宗建材 2020 年持股相比 2019 年底温和增长；装修建材持股数量小幅回落；石英、隔振垫等新材料持股基本与 2019 年底持平；防水与减水剂等早周期建材持股数量大幅增长，相比 2019 年底增长 13.5 倍，基本与 3-4 月份防水与减水剂行业持续走向相吻合。

2. 上半年行业基本面：景气度有所回落

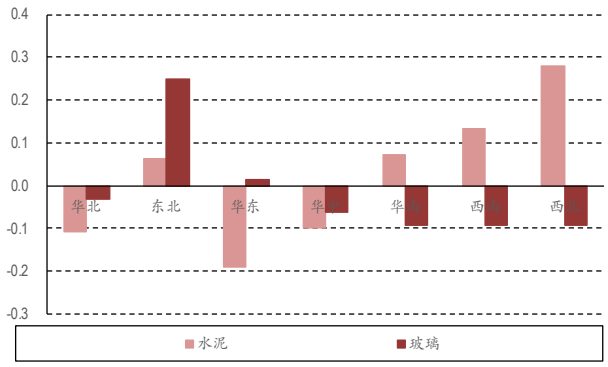
2020 年上半年建材行业景气度下滑，其中水泥与装修建材恢复较快，玻璃与玻纤恢复较慢：与股票市场表现不同，2020 年上半年疫情影响之下，建材行业与其他行业一样遭受了景气度下滑的冲击。其中水泥行业复苏最快，3 月下旬在下游建筑行业施工带动下，景气度持续回升。但受到雨水天气影响，水泥行业景气度重新回落。玻璃行业恢复较慢，4 月初行业库存压力爆发，厂商压价去库存，产品价格快速下滑。5 月份以来行业风险释放完毕，玻璃价格稳步回升。玻纤有较大需求在海外，随着海外疫情蔓延，玻纤行业景气度复苏有所放缓。装修建材景气度同样有所下滑，但在地产竣工持续回升的影响下，装修建材景气度复苏进程相对较快。

图表 3. 水泥、玻璃、装修建材景气度均有所下滑



资料来源：卓创资讯，万得，中银证券

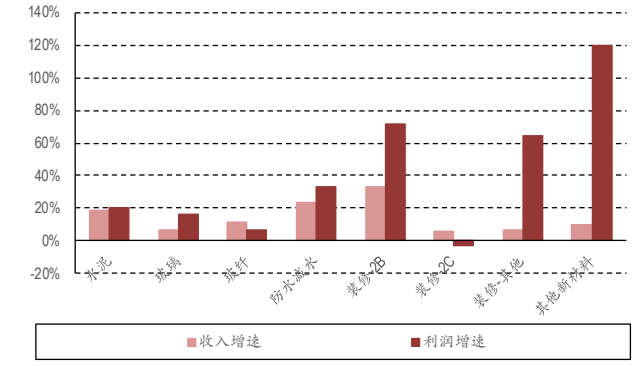
图表 4. 西部水泥、东北玻璃表现较好



资料来源：卓创资讯，中银证券

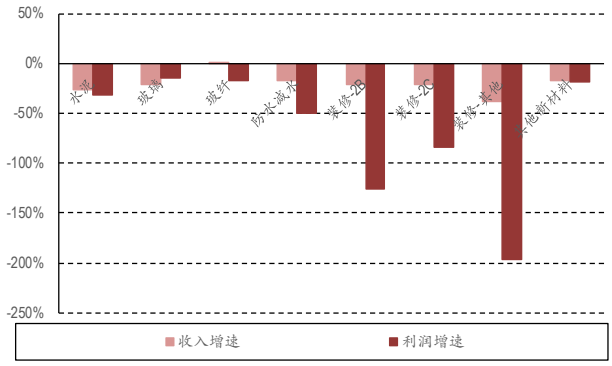
西部水泥和东北玻璃景气度向好：分区域来看，2020 年上半年华南、西南、西北三区域景气度相对较好。其中华南主要是因为区域需求相对较好，新增产能相对较少。而西南、西北景气度较好是因为受到雨水天气影响较少。玻璃行业东北地区景气度有明显提升，主要原因是北方地区持续收紧玻璃产能，而南方仍有部分产能扩张，导致原来玻璃行业南紧北松的全国格局有所变化。

图表 5. 2019 年年报建材各细分板块业绩增速



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2020 年一季度建材各细分板块业绩增速



资料来源：万得，中银证券

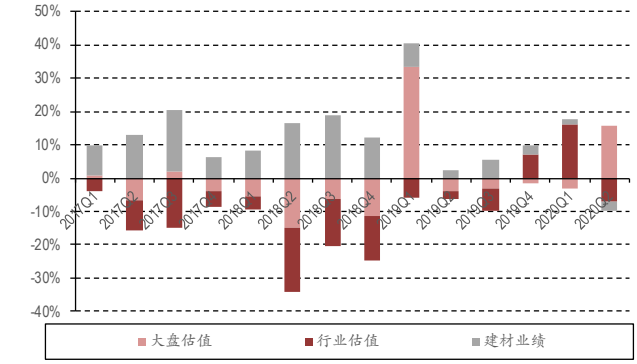
2020 年一季度不同板块业绩均有所下滑，其中装修建材、防水、减水剂等板块业绩波动幅度较大：2019 年和 2020 年一季度建材行业财务报表表现：2019 年建材各个细分板块均有较高业绩增速，其中防水和减水剂、B 端建材等热门板块利润增速均超过 20%；2020 年一季度，各个细分板块业绩均有不同程度下滑。其中装修建材、防水和减水剂等板块业绩下滑幅度相对较大，利润增速均跌破-50%。

3. 下半年展望：强势持续，关注早周期与玻璃

历史上建材行业很少有走出独立行情，历史上水泥错峰停窑是个例外：将建材指数涨跌幅拆分成大盘估值、行业估值溢价、公司业绩三个指数相加，可以发现从 2011 年以来行业估值溢价和公司业绩两个因子高度负相关，换句话说，剔除大盘估值，2011 年以来建材行业很少走出独立行情。唯一例外是 2016 年四季度到 2018 年一季度，水泥错峰停窑导致行业格局变化，景气度提升，带动建材行业指数走出独立行情，持续了 5 个季度。

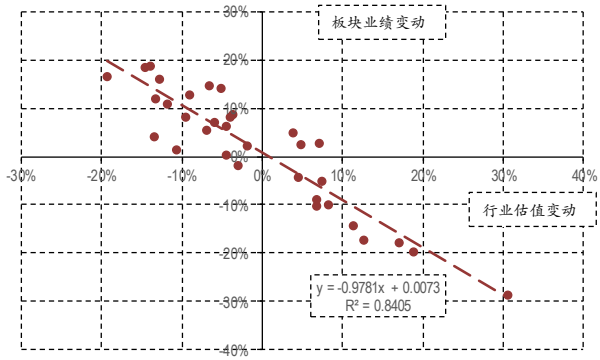
行业集中度加速提升带动板块指数走强，未来随着业绩兑现，板块有望持续上涨：2019 年四季度以来，建材行业连续两个季度走出明显的独立行情，其中行业估值溢价和公司业绩两个因子同步带动板块指数走强。我们认为背后的驱动力是建材众多细分板块当前进入行业整合集中度提升的关键加速阶段，上市龙头充分受益。板块业绩与估值同步提升。我们认为未来各个细分行业集中度提升还需要 3-5 年时间，随着相应板块龙头业绩兑现，建材板块有望走出时间更长的独立行情。

图表 7. 各季度建材板块指数涨幅拆分



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 行业估值溢价与业绩变动高度负相关



资料来源：万得，中银证券

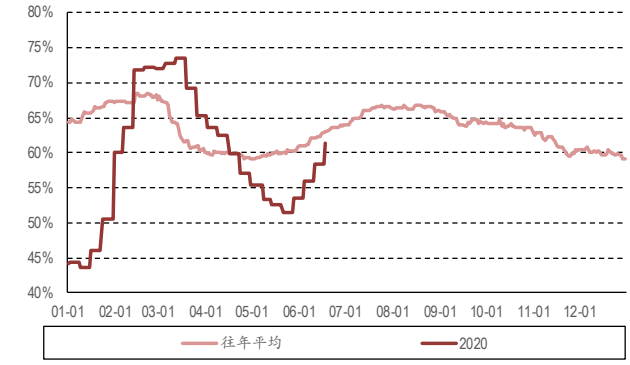
下半年建议关注早周期建材和和平板玻璃：雨水天气影响下，水泥、减水剂、防水等建材上半年业绩表现一般。随着三四季度进入施工旺季，早周期建材特别是水泥板块景气度有望重新释放。玻璃行业景气度复苏，应加以关注。玻纤行业当前仍处于景气度底部，密切跟踪行业供需情况变化。工程端家装建材龙头短期内估值已快速提升，长期业绩仍有增长预期，应适当关注。

水泥观点：下半年有望需求反弹，景气度提升

1. 上半年水泥行情回溯

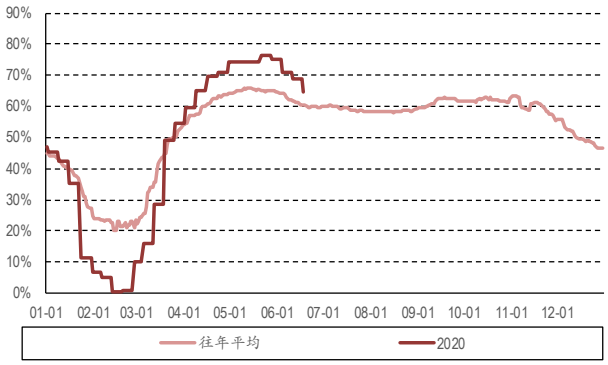
2020 年水泥景气度先低后高，5 月份后因雨水天气承压：疫情影响下，水泥行业生产与销售也受到一定影响。2020 年，水泥行业库存呈现先高后低的态势，开工率呈现先低后高的态势。3 月份前，下游建筑施工需求尚未启动，开工率触底，库容比逼近 75%的水平。3 月下旬下游陆续开工后，需求集中释放，库存快速下滑，磨机开工率快速反弹。其中库容比下降至 50%左右，开工率反弹至接近 75%。在 5 月中下旬以来雨水天气影响下，行业景气度有所回落，开工率下滑，库存回升，价格承压。

图表 9. 2020 年水泥库存先高后低



资料来源：卓创资讯，中银证券

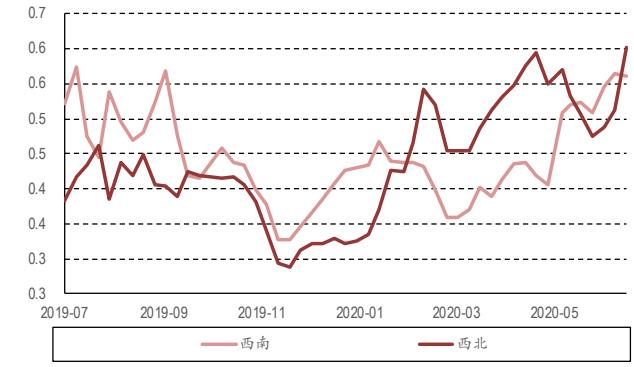
图表 10. 2020 年水泥开工率先低后高



资料来源：卓创资讯，中银证券

西南和西北表现较好，短期内更看好西北地区：从区域来看，西部受到雨水天气影响较小，上半年需求表现也相对较好，景气度相比其他区域有明显提升，特别是西北地区。随着近期西南地区也逐步受到雨水天气影响，我们认为短期西北区域水泥龙头相对其他地区的投资价值会进一步凸显。

图表 11. 西南和西北区域水泥景气度快速提升



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 12. 上半年水泥价格承压



资料来源：卓创资讯，中银证券

2. 需求：下半年建筑行业施工需求有望反弹

政策频频出台，将进一步形成水泥需求增量：在疫情影响下，基建成为政府拉动投资需求的重要抓手。3 月份以来，建筑行业重磅政策陆续出台，分别涉及专项债、土地要素市场化改革、基建 REITs、装配式建筑、西部大开发、旧城改造等多个领域。其中专项债、基建 REITs、西部大开发等政策对基建投资有直接的刺激作用，随着政策落地，水泥需求将被进一步带动。旧改、土地要素市场化改革等也将形成部分水泥需求增量。

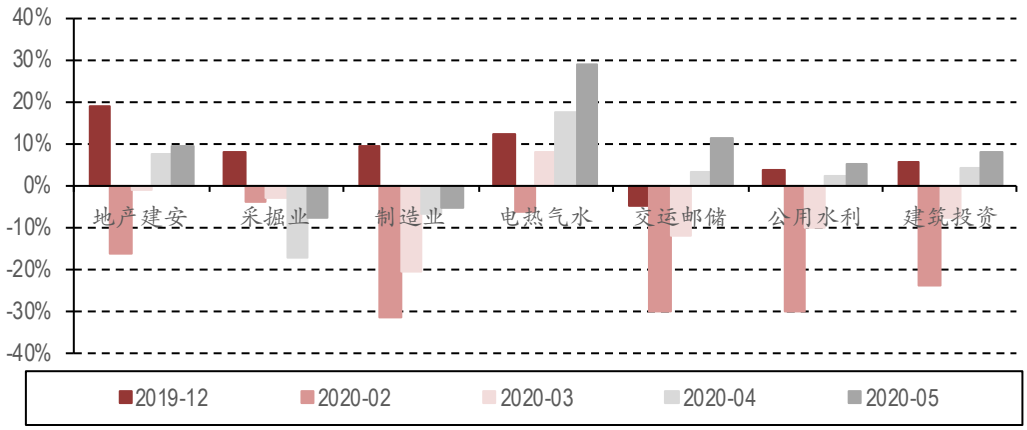
图表 13.2020 年上半年以来建筑行业相关重大政策

日期	部委	文件	涉及领域	内容
3 月 27 日	中央政治局	政治局会议	专项债	增加专项债发行额度、提高作为项目资本金比例、减少用于土储与棚改比例、新增旧改医疗等资金用途
4 月 19 日	中国中央、国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	土地市场化改革	建立健全城乡统一的建设用地市场、深化产业用地市场化配置改革、鼓励盘活存量建设用地、完善土地管理机制
4 月 30 日	证监会、发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金试点相关工作的通知》	基建 REITs	为现有优质存量资产提供推出渠道，有效帮助地方政府去杠杆。重点聚焦京津冀等重点领域、基建补短板等重点行业、项目权属清晰的重点行业
5 月 15 日	住建部	《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	装配式建筑	大力发展装配式建筑，积极推广钢结构装配式住宅，推行工厂化预制、装配式施工、信息化管理的建造模式。推进功能模块和部品构建标准化，减少异形和非标准品构件
5 月 17 日	中国中央、国务院	《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》	西部大开发	要求确保到 2020 年西部地区生态环境、营商环境、开放环境、创新环境显著改善。2035 年，西部地区基本实现社会主义现代化。基本公共服务、基础设施建设通达程度、人民生活水平和东部大致相当
5 月 21 日	国务院	《2020 年政府工作报告》	旧城改造	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务

资料来源：中共中央、国务院、证监会、发改委、住建部，中银证券

受疫情影响，基建与地产投资数据增速有所下滑，目前正快速恢复：受疫情影响，2020 年 1-2 月份基建投资和地产投资均受到了较为明显冲击。3 月份起，投资数据快速回暖。到 5 月份，地产投资中土建施工相关投资单月增速已经快速恢复到 10%左右，基建投资中对水泥需求较大的交运邮储和公用水利投资单月增速也分别恢复至 11.2%和 5.1%，电力相关投资更是恢复到 28.8%。基建投资单月整体增速恢复至 10.9%。

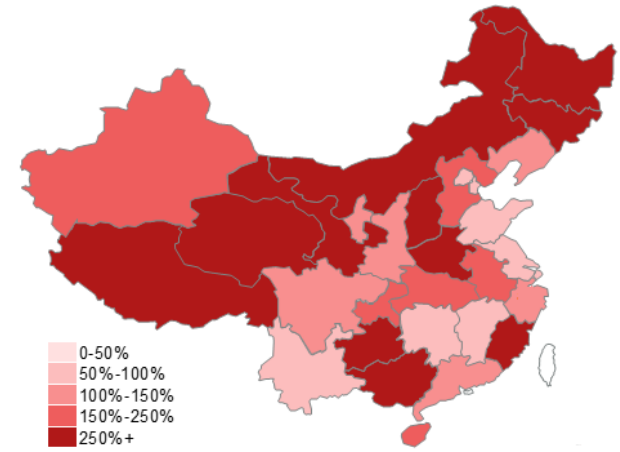
图表 14. 电热气水投资恢复最快，地产建安次之，交运邮储与公用水利增速稍慢但好于制造业



资料来源：万得，中银证券

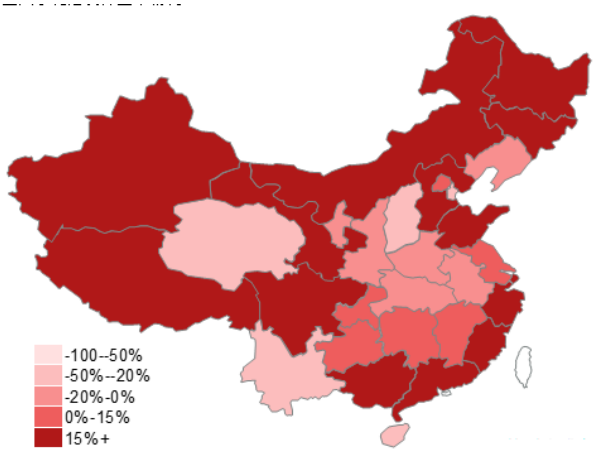
预计下半年建筑行业施工需求将达到 7.6%，高于 2019 年全年水平：根据宏观与建筑团队预测，2020 年全年基建投资增速将达到 3.8%，则下半年基建投资增速将维持在 6.5%的水平上，高于 2019 年全年水平。2019 年全年地产建安投资增速为 11.8%，假设下半年投资增速恢复且稳定到 10%左右的水平，则地产和基建合并计算，投资额将达到 7.6%，高于 2019 年全年增速。考虑 5-6 月份雨水天气影响，三四季度施工需求集中释放，实际施工需求可能更高。

图表 15. 2020 下半年年各省份偿债压力变化情况



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 2020 年上半年各省份土地成交面积变化情况



资料来源：万得，中银证券

看好广东、山东、四川、新疆等省份需求：具体预测不同地区的水泥需求并不容易，我们提供一个大致的思路。基建需求可以关注未来一段时间地方政府偿债压力变化情况，如果地方政府偿债压力明显加大，则预计基建投资需求相对较小。地产投资需求可看上半年土地成交面积增速，若成交增速提升较快，则来年开工需求更大。根据地方政府财政数据，预计 2020 年地方政府偿债压力较大的是青海、甘肃、吉林、黑龙江等省份；地产开工需求增长较快的省份有福建、广东、广西、四川等省；两者综合，预计山东、广东、四川、新疆等省份需求较为旺盛；分大区看则华南、华东和西北需求较好。

3. 供给：下半年投产集中，预计供给冲击加大

疫情与雨水天气影响下，上半年熟料产能投放不及预期：根据卓创资讯数据，2020 年全国各地预计新投产熟料产能合计超过 4000 万吨。上半年因为疫情以及雨水天气影响，实际落地产能相对较少，合计只有 852.5 万吨，占全年预计新增产能约 20%，预计下半年天气好转后会有较多熟料产能投放。上半年新投放产能主要集中在贵州、云南、四川、广东、浙江、吉林六省份。

图表 17. 2020 年上半年全国新增熟料产能一览表

区域	省份	城市	时间	公司	日产能 t/d
西南	贵州	安顺	2 月 15 日	华润集团	5,000
西南	云南	红河州	4 月 18 日	共达水泥	2,000
华南	广东	梅州	4 月 29 日	塔牌集团	10,000
华东	浙江	湖州	5 月上旬	槐坎南方	7,500
东北	吉林	白山	5 月 15 日	山水水泥	500
西南	四川	甘孜州	5 月 18 日		2,500

资料来源：卓创资讯，中银证券

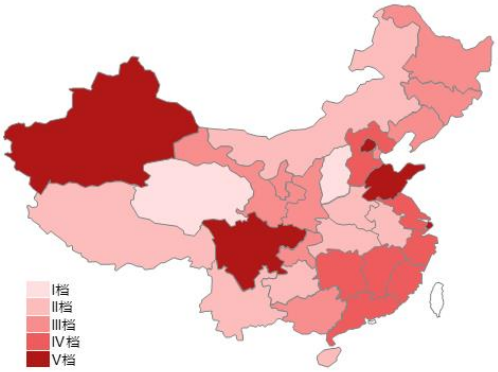
图表 18.预计 2020 年下半年各省份新增产能情况

省份	预计新增产能/万吨	省份	预计新增产能/万吨
江西	580.0	广西	233.0
云南	465.0	山西	155.0
西藏	450.0	黑龙江	155.0
陕西	397.0	福建	140.0
湖北	310.0	新疆	140.0
江苏	233.0	四川	77.5
湖南	233.0		

资料来源：数字水泥网，中银证券

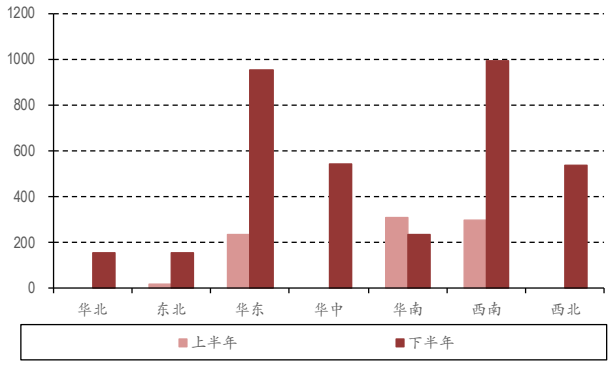
预计下半年水泥熟料产能供给有所增加，西藏、云南、广东等省份供给冲击更为明显：预计下半年随着天气好转以及建筑施工需求进入高峰期，熟料产能投放将多于上半年，从区域来看，下半年产能投放将更集中在华东、西南、华中等区域。考虑新投放产能还需要一定时间的调试后才能达产，综合分析上半年与下半年新投放产能情况，我们认为西藏、云南、广东、江西、浙江五省份供给冲击相对较为明显。

图表 19.2020 年下半年各地水泥景气度分档预判



资料来源：万得、卓创资讯，中银证券

图表 20. 预计下半年各地新投放产能高于上半年



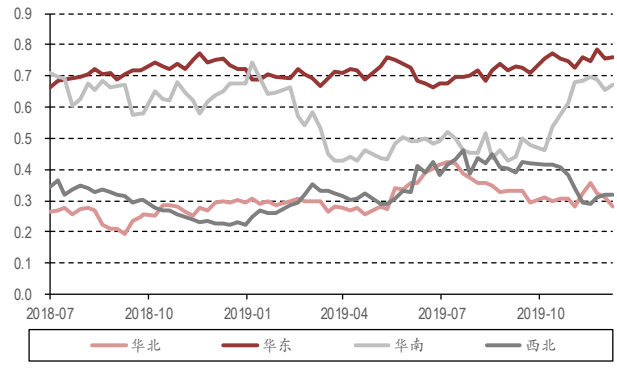
资料来源：数字水泥网，中银证券

预判 2020 年下半年水泥行业呈现价稳量增的态势，景气度仍高：考虑上半年疫情和雨水天气影响下水泥行业各方面经营受到一定程度冲击，预计下半年需求会有所反弹，新增产能也将相对集中，判断水泥价格将随着施工旺季到来重新反弹，但供给增加的环境下价格难以达到去年高点。而出货量随着有效产能增加，将高于去年同期。

4. 从产能布局构建个股基本面指数

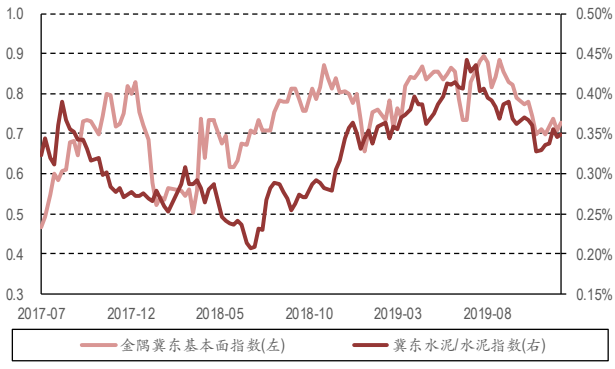
不同区域水泥量价情况可以构建区域水泥景气度指数：水泥产品自重大货值低，运输半径短，有明显的区域性，不同区域供需格局差异导致景气度与竞争格局截然不同。跟踪每周不同区域水泥粉末价格、熟料价格、磨机开工、熟料库容等数据，可以大致勾勒出不同省份水泥行业景气度情况。区域景气度指数在 0-1 之间，当区域景气度提升时，代表该地区短时间内水泥行业景气度有明显改善且优于其他地区。

图表 21. 不同省份行业景气度情况



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 22. 冀东水泥基本面指数与超额受益高度吻合



资料来源：万得、卓创资讯，中银证券

行业景气度指数与区域内水泥行业实际运行情况基本吻合：行业景气度指数走向与实际情况基本相符，华东、华南、华中三区水泥行业景气度指数明显高于其他地区。2019 年上半年，华南地区因为阴雨天气景气度下降，四季度施工需求提升，景气度开始回暖。华北、西北等地区景气度指数以往一直低位徘徊，2019 年上半年区域景气度有所回暖，也带动了冀东水泥、祁连山等华北、西北水泥龙头的上涨。

个股景气度指数与水泥个股超额收益情况高度吻合：以水泥企业在不同区域产能布局为权重，可以构造水泥个股基本面指数。回溯水泥板块主要个股及其超额受益，可以发现水泥个股的超额受益与个股基本面指数高度吻合。2019 年上半年冀东水泥的强势崛起，与华北地区景气度提升不无相关；三季度天山股份、祁连山等西北二线龙头崛起，与西北地区量价表现较好紧密相关。

综合看供需，看好新疆、山东、四川等省份；结合产能布局，看好天山股份、塔牌集团、冀东水泥等个股基本面：从分区域供需的角度入手，预计 2020 年下半年，新疆、山东、四川等省份供需两旺，江苏、湖南、河北、福建、广东等省份其次。西南地区其他省份下半年产能投放压力较大，预计价格承压，预计青海、陕西、西藏、云南等省份区域景气度较低。结合个股产能布局考虑，我们认为塔牌集团、天山股份、冀东水泥等个股基本面相对较好。

其他早周期建材：集中度提升，业绩释放稳定

1. 减水剂：估值调整到位，静待业绩兑现

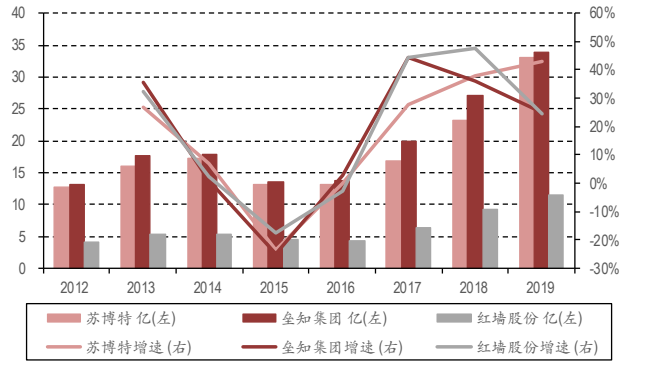
2019 年四季度以来减水剂行业有显著超额收益：2019 年四季度以来，减水剂板块业绩高速增长获得市场充分关注，2019 年 10 月份以来苏博特、垒知集团、红墙股份三大龙头平均收益已经达到 100%，远高于大盘以及建材行业平均水平。其中 2020 年 3 月份以后，减水剂板块市场关注度快速提升，涨幅有明显加速的态势。

图表 23. 2019 年四季度以来减水剂行业有超额收益



资料来源：万得，中银证券

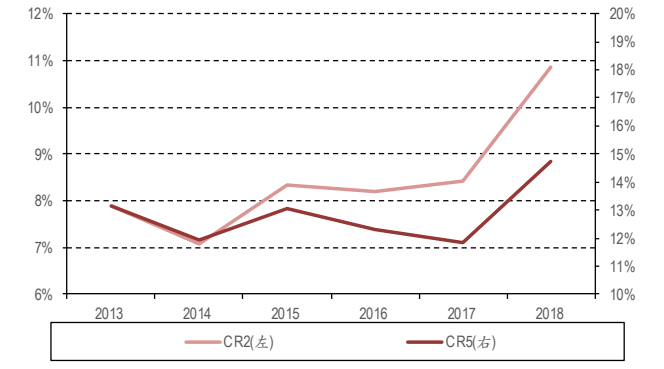
图表 24.2017 年以来，减水剂上市龙头快速增长



资料来源：万得，中银证券

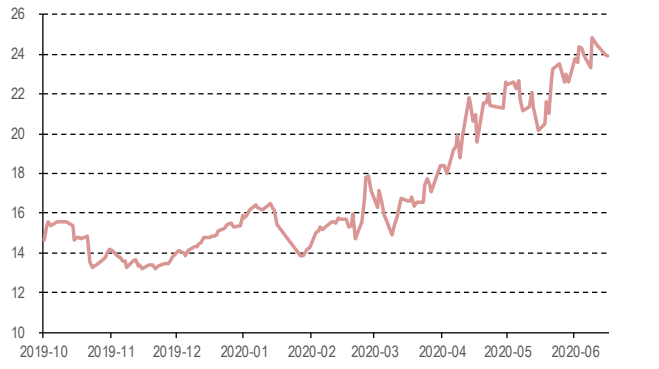
机制砂普及以及化工退城入园驱动行业集中度加速提升：减水剂作为混凝土外加剂，其需求和混凝土产量，水泥产量息息相关。2017 年以来，水泥行业受到错峰停窑影响，产量没有明显增长。2019 年水泥产量增速突破 6%，是最近三年以来的最高水平。在这种背景下，减水剂行业市场增速稳定在 5%-6%左右的水平。而减水剂行业龙头自 2017 年以来业绩增速就快速增长，表明当前行业头部企业进入快速集中阶段。其背后的主要催化剂是小化工退城入园挤压中小企业生存空间，机制砂普及导致下游对减水剂企业技术服务能力要求提升，建筑行业集中度提升也带动了上游集中度提升。

图表 25. 行业前二龙头集中度提升明显加速



资料来源：中国混凝土网，中银证券

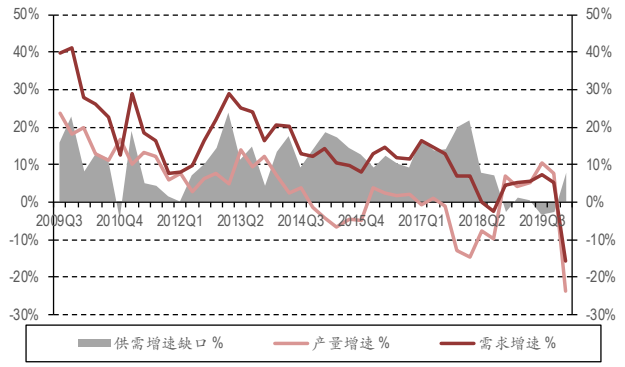
图表 26.减水剂行业估值快速切换



资料来源：万得，中银证券

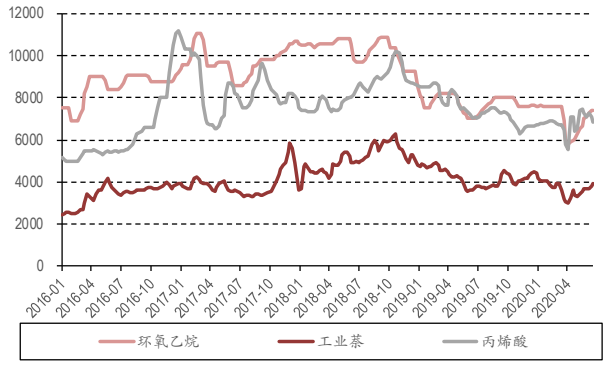
行业估值切换基本到位，后续业绩兑现驱动股价上涨：未来 3-5 年减水剂龙头业绩快速增长的趋势基本确定，当前主要龙头均在快速扩产，大概率保持 30%-50%的利润增速。行业估值在 2020 年上半年快速调整到位，从原来 15 倍左右市盈率快速调整到 25 倍左右，PEG 接近 1。我们认为行业估值调整已经逐步接近尾声，后续龙头业绩兑现有望逐步推动股价上涨。

图表 27. 一季度水泥供需走弱



资料来源：万得，中银证券

图表 28.主要原材料价格下滑



资料来源：万得，中银证券

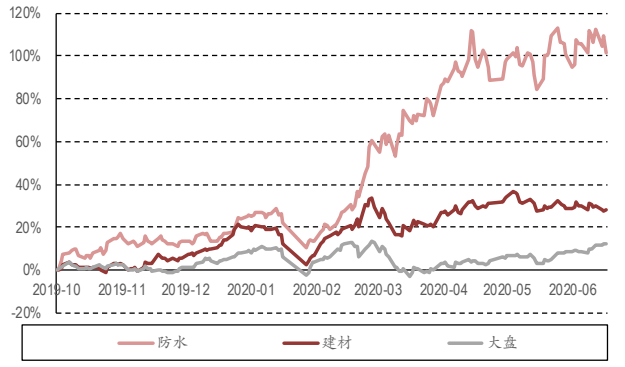
上半年减水剂龙头经营表现一般，下半年在施工需求带动下，预计出货量会有较大增长：受疫情影响，一季度水泥产销双双走弱，对减水剂企业需求也造成冲击。二季度 6 月份以来雨水天气影响建筑行业施工需求，对减水剂行业出货量也有一定冲击。二季度主要减水剂龙头出货量同比增速基本在 15%-25%左右的水平，尚未恢复到最高水平。同时环氧乙烷等原材料大幅下跌也导致减水剂价格承压，原材料大跌后缓慢不涨一定程度侵蚀减水剂单位毛利。预计下半年随着施工需求回暖，主要龙头出货量将有大幅增长。

苏博特产能不足短板有望得到补足，下半年出货量增长空间大：苏博特 2020 年底江苏泰兴三期 50 万吨产能投产，2021 年四川大英基地产能投产，产能不足短板将得到快速修复，出货量将有更大上升空间。垒知集团产能充沛布局合理，未来三年也有较大产能扩张计划。

2. 防水：行业加速集中，出货增长态势更好

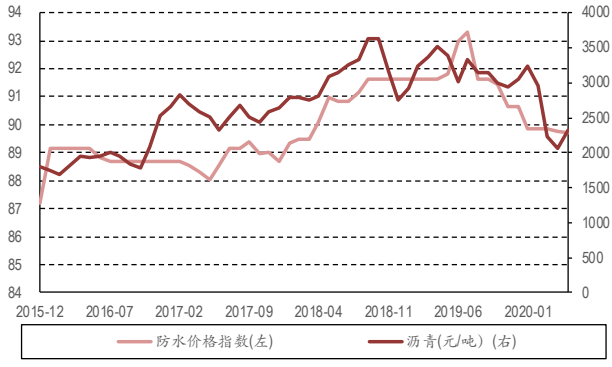
2019 年四季度以来防水行业有显著超额收益：2019 年四季度以来，同样作为早周期行业的防水板块同样获得明显超额收益。东方雨虹、科顺股份、凯伦股份平均收益同样达到 100%，远高于其他建材行业平均水平。其中 2020 年 3 月份后，随着建筑行业施工需求反弹，早周期品出货量提升，防水板块市场关注度快速提升，加速上涨。

图表 29. 2019 年四季度以来防水行业有超额收益



资料来源：万得，中银证券

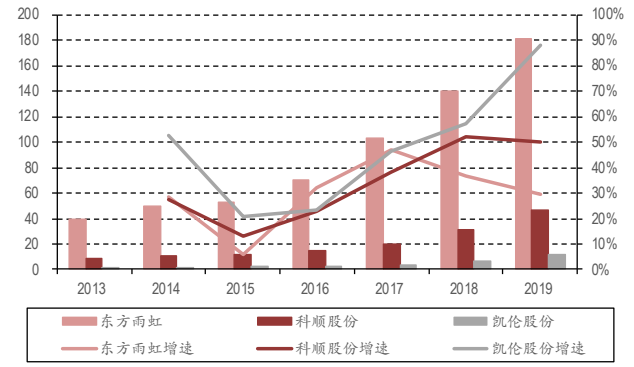
图表 30.防水产品价格与沥青高度相关



资料来源：万得，中银证券

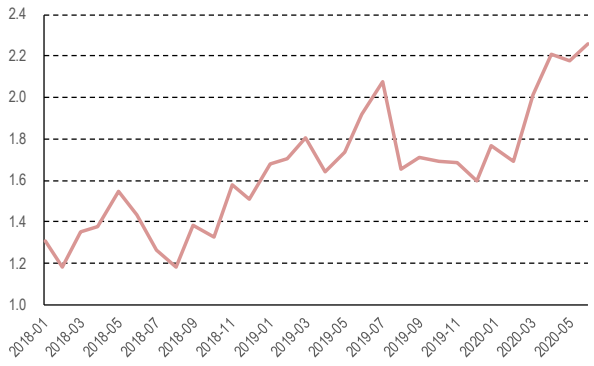
考虑上半年建筑施工需求受到抑制，下半年出货量有望更上一层楼：从需求来看，防水材料需求与地产新开工面积密切相关，是典型的早周期品。防水产品价格则与原材料价格有较强关联，毛利保持稳定水平。站在当前时点，我们认为下半年地产施工需求增速仍有望站上 10%的水平，而基建投资需求增速保守可达到 7%，高于 2019 年全年水平。且随着上半年疫情以及雨水天气影响，下半年建筑施工需求反弹，防水行业出货需求有望更上一层楼。

图表 31. 防水上市龙头业绩快速提升



资料来源：万得，中银证券

图表 32.行业估值溢价快速提升



资料来源：万得，中银证券

下游集中以及环保督察驱动行业集中，上半年经营情况向好助力行业估值提升：近年来，防水材料上市龙头业绩增速显著提升，一方面科顺和凯伦业绩基数较小，弹性较高。另一方面全行业目前也进入加速集中期。驱动行业集中度提升的主要原因是下游地产基建集中度加速提升以及环保督察提升行业准入红线，中小企业产能加速淘汰退出。我们认为防水行业集中度提升的逻辑已经为市场所认知，近期行业估值加速提升的主要原因是上半年防水上市龙头经营情况超预期，好于同为早周期品的水泥和减水剂。

图表 33.减水剂与防水市场地位有若干相似之处

		减水剂	防水卷材
行业市场结构	生产工艺	简单	简单
	行业门槛	低	低
	行业集中度	低	低
	竞争格局	龙头注重技术服务，市场分散两超多强	龙头产品质量更加，市场分散一超多强
	非标产品	复配企业无法技术服务	原料以次充好
销售渠道	购买途径	混凝土搅拌站或项目土建总包集采	地产或基建项目集采为主
行业地位	成本端	环氧乙烷，原油价格影响明显	沥青，原油价格影响明显
	价格端	下游成本占比小，价格敏感度低	下游成本占比小，价格敏感度低
	需求端	受建筑施工需求影响明显	受新开工数据影响明显
	应收账款	议价能力弱，行业账期长	议价能力弱，行业账期长
	集中度提升逻辑	下游集中、机制砂普及、化工行业监管	下游集中，环保监管

资料来源：公司公告，中银证券

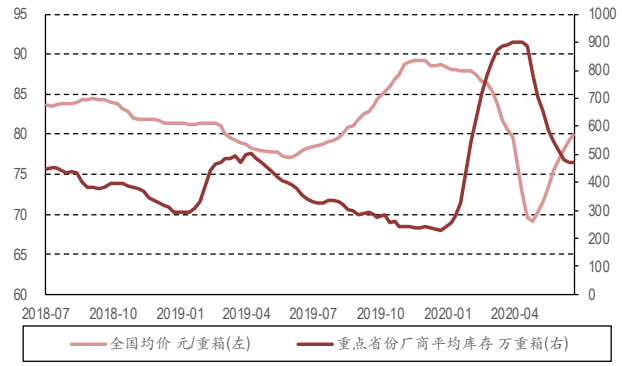
相比减水剂防水行业出货量增长态势更好，下半年建议更关注业绩驱动股价：当前防水行业和减水剂行业都站在集中度提升的入口，行业属性有诸多类似之处，我们认为上半年减水剂与防水行业估值已经基本调整到位，后续更多是业绩驱动股价提升。相比减水剂行业，当前防水出货量增长态势更好，我们认为一方面是行业集中度提升确定性更高，另一方面是当前雨水天气导致部分房屋修缮需求增加企业出货量受影响更小。

玻璃观点：价格复苏行情有望重演

1. 数据解读：下半年玻璃价格复苏行情有望重演

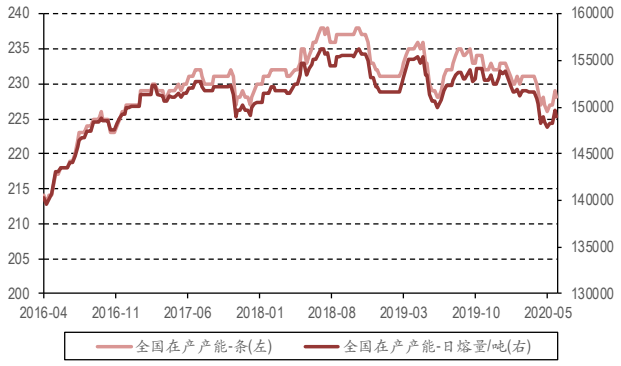
疫情影响下平板玻璃库存与价格偏离正常水平，当前冲击逐步减小：上半年受疫情影响，玻璃行业受到较大冲击，一方面是原材料供应物流受限，另一方面是库存压力较大。4 月份厂商集中压价去库存，导致价格快速下跌。目前随着疫情逐步得到控制，库存压力逐步释放，玻璃行业库存与价格逐步回归正常水平。在疫情冲击下，今年冷修与停产产能明显增加。

图表 34. 玻璃价格快速回升，库存回落



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 35. 近期在产产能持续减少



资料来源：卓创资讯，中银证券

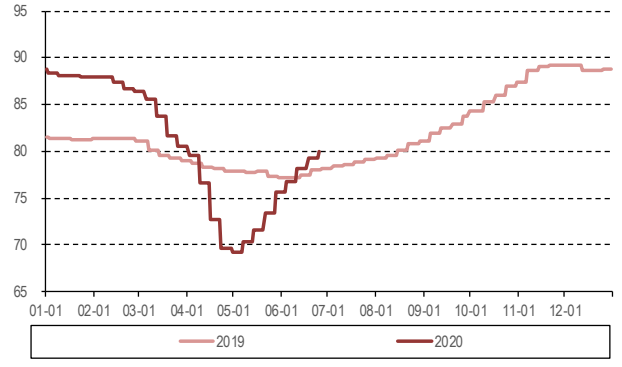
图表 36.2020 年上半年全国在产产能变化少于去年同期

	点火	复产	冷修	停产	净新增
2019 年产能变化-条	2	7	9	1	(1)
2020 年产能变化-条	2	8	6	10	(6)
2019 年产能变化-日熔量吨	1,900	4,350	5,470	900	(120)
2020 年产能变化-日熔量吨	1,500	4,410	4,650	6,650	(5,390)

资料来源：卓创资讯，中银证券

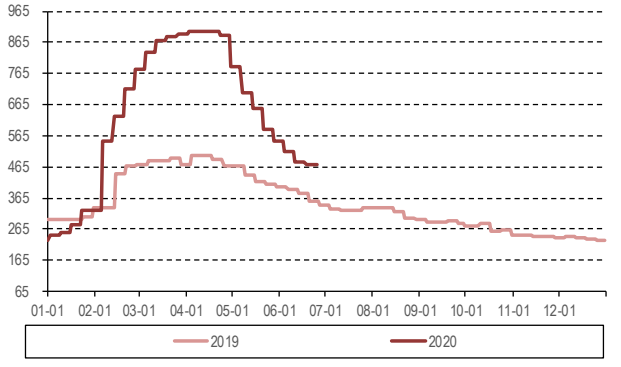
站在当前时点比较去年玻璃行业基本面数据，2019 年下半年玻璃价格修复行情有望重演：相比去年同期，当前平板玻璃价格与去年相近，处于底部启动位置；而今年上半年在产产能减少合计日熔量为 5,390 吨，远高于去年同期的 120 吨。当前重点省份库存回落，但仍略高于去年同期水平。综合价格、产能、库存比较，我们认为今年价格与去年同期持平，产能低于去年，库存高于去年，竣工需求同样旺盛的前提下，下半年库存有望进一步减少，并重演去年下半年玻璃行业价格复苏的行情。

图表 37. 价格回升，仍处于低位



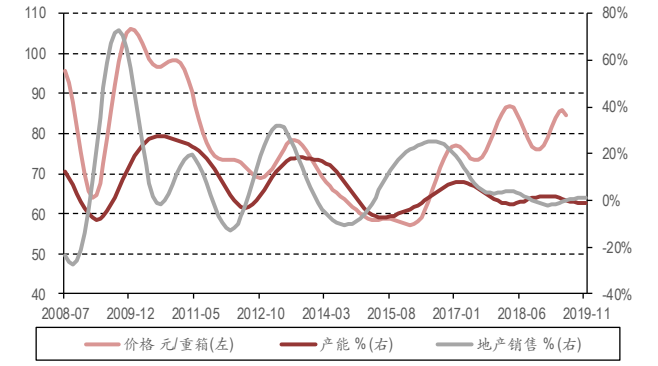
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 38. 库存回落但高于去年同期



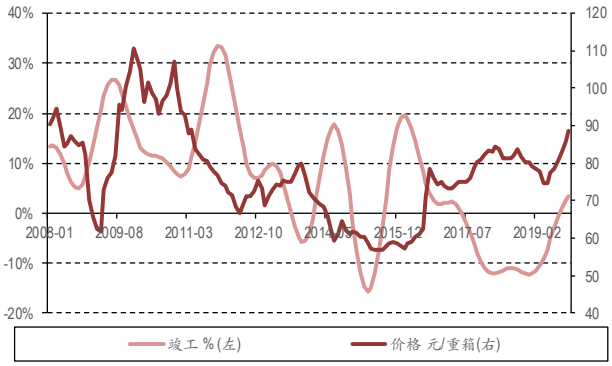
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 39. 传统玻璃周期由地产销售驱动



资料来源：万得、玻璃期货网，中银证券

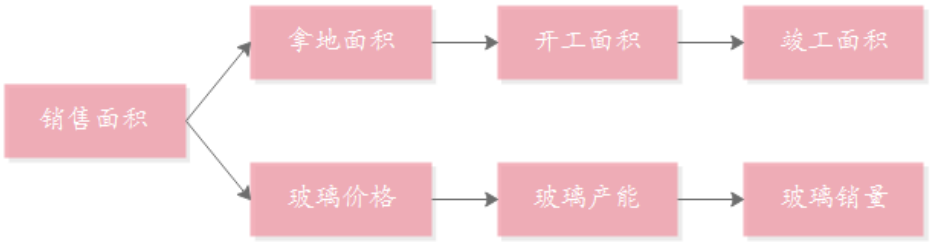
图表 40. 2019 年玻璃价格复苏与竣工回暖有较大关系



资料来源：万得，中银证券

看好下半年竣工数据，平板玻璃价格有望达到去年高点：从以往数据来看，玻璃价格的强势复苏离不开地产需求的驱动，地产销售和竣工是较为有效的预判指标。当前竣工增速复苏情况好于新开工数据，下半年竣工需求高企是大概率事件，玻璃行业需求保持高位确定性高。预期到年底平板玻璃价格有望达到去年同期高点。

图表 41. 地产销售面积改善是玻璃价格周期的起点



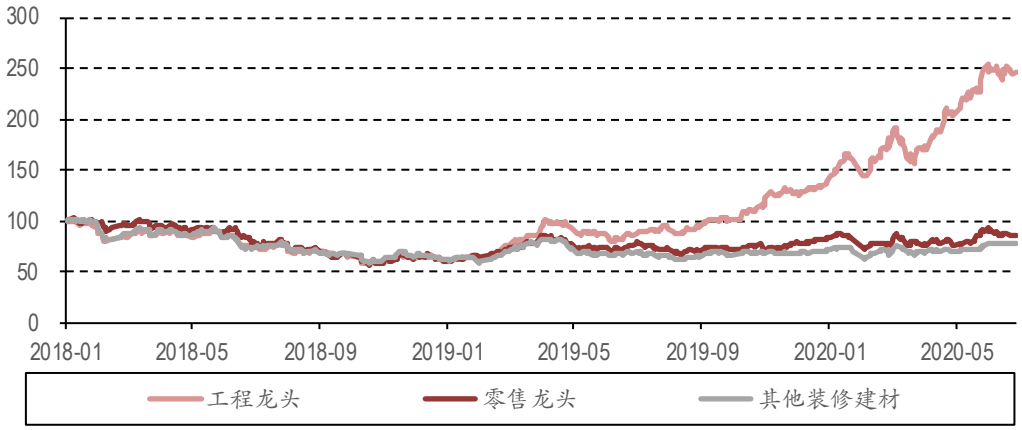
资料来源：万得，中银证券

消费建材：竣工回暖+旧改+地产集采利好 B 端龙头

1. B 端龙头行情回顾

2019 年以来工程装修建材龙头明显跑赢其他装修建材，收益率超过 100%：2019 年下半年以来，工程端装修建材龙头有显著超额收益，板块收益超过 100%，明显跑赢零售端装修建材龙头以及其他非龙头装修建材。同时期零售端装修建材龙头以及其他装修建材上市公司股票基本无正收益。

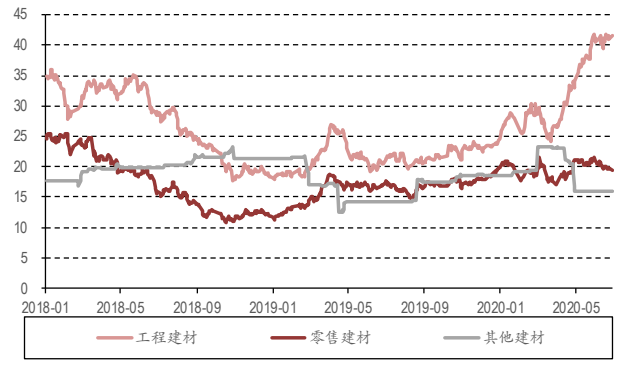
图表 42.工程段装修建材龙头有显著超额收益



资料来源：万得，中银证券

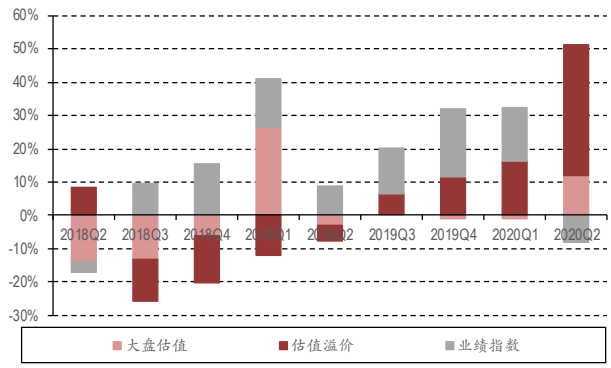
业绩与估值共同助力板块上涨，其中估值在 2020 年后快速调升：我们对工程端装修建材龙头上涨进行归因，认为业绩和估值均推动该板块股价上涨。其中工程端建材龙头市盈率 2020 年以来从 25 倍左右快速提升到 40 倍，而同期零售端建材龙头和其他装修建材市盈率均稳定在 20 倍左右。对工程端建材龙头每个季度上涨幅度进行拆分，发现业绩和估值提升对板块上涨均有明显推动，大盘估值波动的作用相对较小。

图表 43. 工程端龙头估值切换集中在 2020 年上半年



资料来源：万得，中银证券

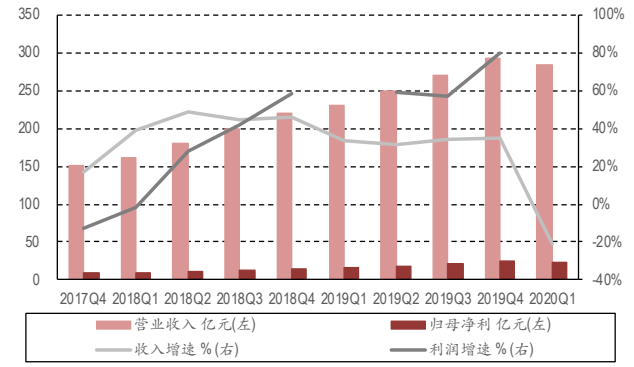
图表 44.工程端龙头迎来业绩与估值戴维斯双击



资料来源：万得，中银证券

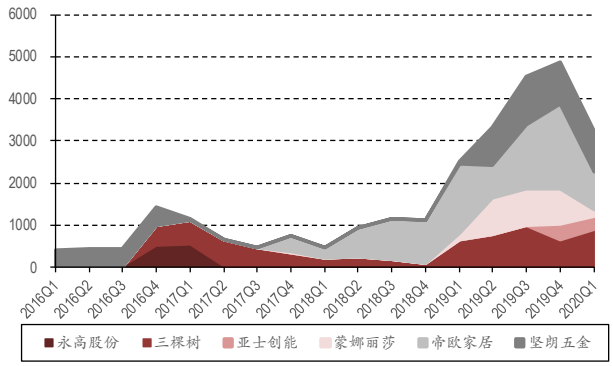
工程端建材龙头业绩快速增长，机构持股达到历史最高水平：与估值的快速提升对应，工程端装修建材龙头自 2018 年下半年以来平均营收增速就保持在 40%左右的水平，2018 年底开始利润增速达到 60%左右，2019 年底进一步加速。在下游集中、精装房集采、竣工回暖等多重因素催化下，工程端龙头充分受益，业绩快速增长。2019 年年底，主动管理公募基金持有工程端龙头股票合计接近 5,000 万股，达到历史最高水平，工程端家装建材成为建材板块的重要关注点。

图表 45. 工程端龙头业绩保持高速增长



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 机构重仓达到历史新高



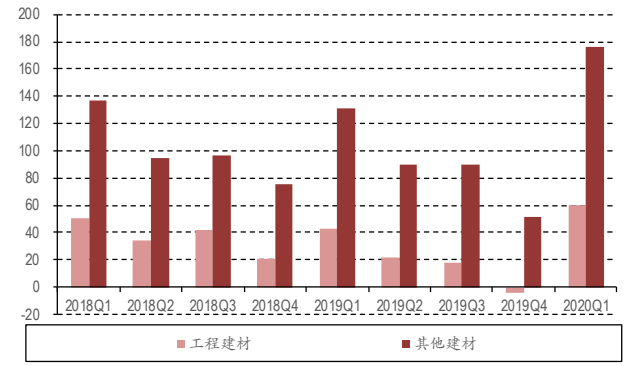
资料来源：万得，中银证券

2. 长期维度看，估值提升可持续

地产行业集中度提升以及精装房渗透率提升带动装修建材集中度提升：工程端装修建材龙头业绩快速增长的主要原因有三个：下游地产集中度提升，精装房渗透率提升，地产竣工增速回暖。其中精装房渗透率提升以及下游地产集中度提升是导致装修建材行业集中度提升的主要原因。而供给侧伴随的是工程端建材龙头上市后打开了融资通道，资本开支增长，产能投放加速，业绩快速提升。

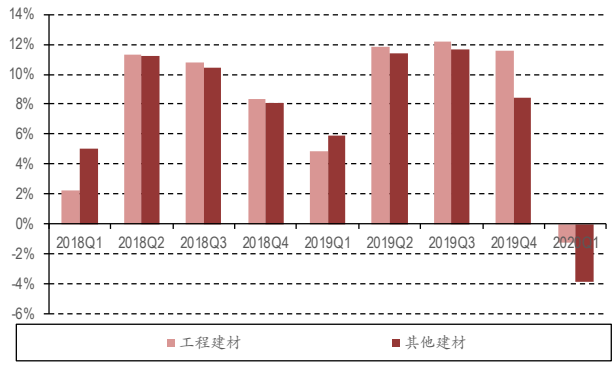
行业集中初期工程端龙头利润率较低，账期较长，随着市场份额提升相关指标将有改善：从财务指标的角度来看，工程端建材带有利润率比较低、账期比较长、业绩增速比较快的特点。行业龙头初期以拉长账期、减少部分利润的方式获得了市场份额。而随着市场份额的逐步提升，龙头会逐步获得市场定价权，利润率和账期会重新回升。

图表 47. 工程建材龙头净营运周期更短



资料来源：万得，中银证券

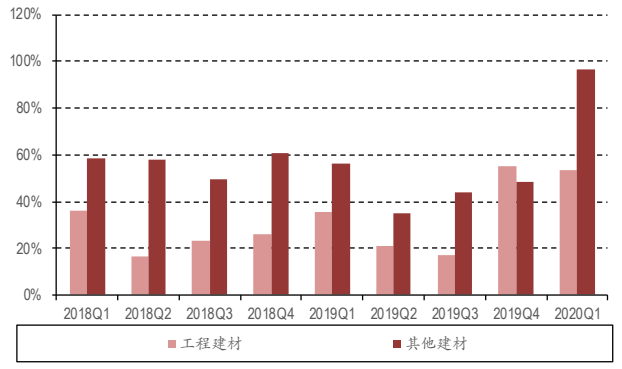
图表 48. 工程建材龙头经营利润率与其他建材持平



资料来源：万得，中银证券

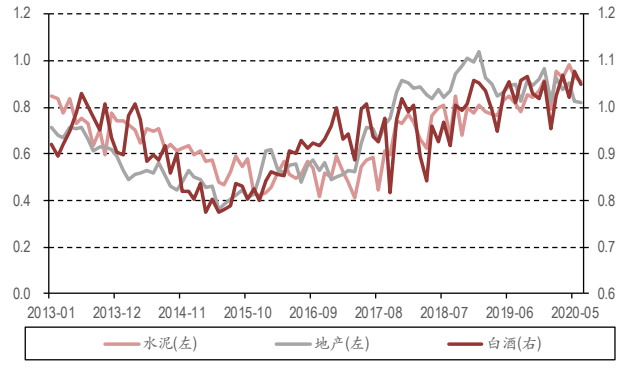
实际数据表明工程端龙头账期缩短，利润率改善，资本开支逐步减少，集中度提升已至半程：从实际财务指标来比较，我们发现工程端家装建材龙头净营运周期相对比较端，平均为 40 天左右，而其他家装建材时间更长，为 80-100 天。从利润率的角度来看，工程端家装建材龙头也没有明显的劣势，基本和其他建材持平。资本开支也处于正常水平。基于此，我们认为工程端家装建材龙头市场份额已有初步提升，相对行业其他公司具有一定规模优势，议价能力有所改善，账期缩短，利润率改善，资本开支逐步减少。

图表 49. 工程建材资本开支/收入比重相对较低



资料来源：万得，中银证券

图表 50. 其他行业龙头估值/行业平均估值长期持续提升



资料来源：万得，中银证券

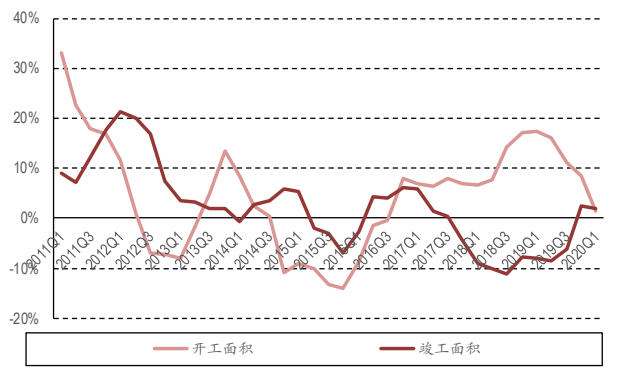
装修建材龙头估值短期有调整可能，长期仍将持续提升：与装修建材行业相比，其他很多行业也处于集中度提升龙头受益的时期。相比之下，水泥、地产、白酒等行业龙头市盈率相比行业平均市盈率的比值也是长期上涨，业绩表现好于全行业平均水平。估值提升是一个长期而持续的过程，大概需要 4-5 年的时间。相比之下，工程端装修建材龙头在 2020 年上半年两个季度内实现估值翻倍，短期调整到位。我们认为未来装修建材龙头估值短期有调整可能性，但长期仍将持续提升。

3. 竣工提速与旧改提升装修建材需求

竣工回暖、旧改启动、棚改退坡影响下，家装建材 2020 年全年需求仍将保持温和增长：2020 年对装修建材行业来说，影响市场规模主要有三大因素，第一是竣工增速回暖，第二是棚改市场萎缩，第三是旧改带来增量市场。多重因素叠加，我们认为 2020 年家装建材市场规模仍将保持温和增长的态势。

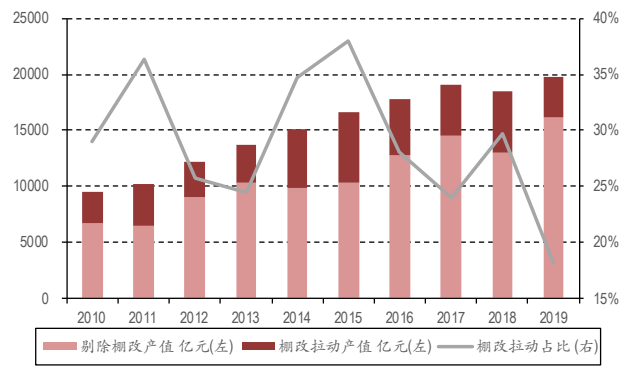
竣工数据一般滞后于开工数据 3-4 个季度，全年竣工增速有望恢复到 4%：从历史数据来看，竣工数据一般滞后于开工数据，一般滞后三到四个季度，这也与房屋建筑施工周期接近。2010 年以来，第一波开工高峰出现在 2011 年四季度，对应竣工高峰时 2012 年一季度；第二波开工高峰时 2013 年四季度，对应竣工高峰是 2014 年四季度；第三波开工高峰是 2016 年四季度，对应竣工高峰是 2017 年三季度。2017 年后新开工数据持续走强，2019 年上半年达到高峰，但竣工数据却持续疲软，与往年数据有所背离，主要原因是 2017 年后，地产企业资金面趋紧，开工预售回款需求迫切，导致新开工增速走强。我们认为在项目条款约束下，竣工会逐步恢复到正常水平，参照前期新开工面积增速高位接近 20%，本次全年竣工面积增速复苏有望至少达到 4%的水平。预计对应给装修建材带来超过 520 亿元的增量市场规模。

图表 51. 以往周期竣工滞后开工 3-4 个季度



资料来源：万得，中银证券

图表 52. 棚改对装修行业拉动作用逐步减弱



资料来源：万得，中银证券

预计 2020 年棚改需求进一步退坡，对应家装建材产值减少超过 1,300 亿元：自 2018 年以来棚改完成数达到峰值以来，近年棚改计划完成套数逐步减少，2020 年更是出台政策表明专项债资金不得用于土储和棚改项目。我们认为 2013 年棚改启动货币化安置是导致 2014-2016 年房地产高度景气的主要原因，对房地产投资以及相关的家装产业拉动作用巨大。据测算，高峰期由棚改拉动的家装行业产值可达到全行业产值接近 30%。随着棚改退坡，预计 2020 年棚改完成套数将下降到 100 万套左右，并以实物安置为主，对应拉动家装需求约 1,600 亿元，相比 2019 年减少超过 1,900 亿元，对应家装建材产值超过 1,300 亿元。

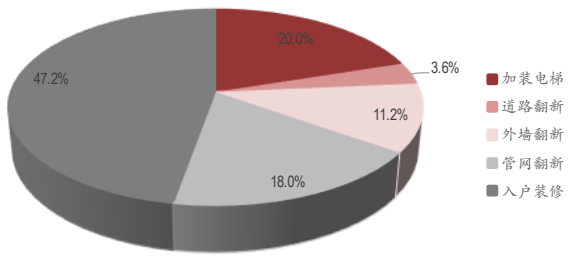
图表 53.棚改对地产投资和家装产值的带动作用测算

	完成数	货币化安置	实物安置	拉动地产投资	装修面积	拉动家装产值
	万套	百万平	百万平	亿元	百万平	亿元
2013	320.00	21.49	250.51	25,691.43	255.01	3,345.54
2014	470.00	35.96	363.55	26,654.40	371.00	5,236.29
2015	601.00	152.74	358.11	23,209.67	389.78	6,306.20
2016	606.00	249.82	265.28	25,687.99	316.32	5,002.80
2017	609.00	310.59	207.06	22,802.35	260.68	4,569.44
2018	626.00	266.05	266.05	16,230.37	296.31	5,505.63
2019	315.00	93.71	174.04	7,219.28	181.68	3,578.26
2020E	100.00	21.25	63.75	3,048.35	77.35	1,614.87

资料来源：万得，中银证券

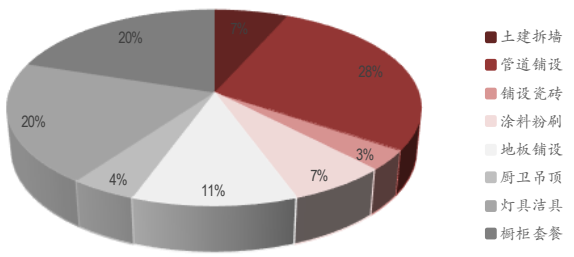
2020 年旧改工作计划基本符合预期，预计将带来家装建材需求超过 3,800 亿元：参照住建部 2019 年表述，未来 5 年将对全国 16 万个老旧小区进行改造，涉及居民超过 4,200 万户，总投资 4 万亿元。从 2020 年政府工作报告表述来看，2020 年将启动旧改项目 3.9 万个，涉及住户超过 700 万户。从覆盖住户数量的角度来看，2020 年作为旧改工作启动元年，人数比 2019 年计划稍少，未来几年旧改项目涉及住户人数将有所增加。参照 2019 年表述，我们假设单平方 1,200 元的综合改造费用，户均面积 85 平，则 2020 年旧改工作总投资将超过 7,000 亿元。参考旧改主要内容以及相关装修造价，预计旧改项目将带来相关装修行业产值接近 5,000 亿元，对应家装建材需求超过 3,800 亿元。

图表 54. 预计小区基础设施建设是大头



资料来源：地产公司报价，中银证券

图表 55.套内装修预算构成预测



资料来源：装修公司报价，中银证券

预计 2020 年家装建材行业需求将保持稳中较快增长，其中防水、涂料、管材将充分受益：综合考虑竣工提速，旧改推进，棚改退坡三大因素，我们预计 2020 年装修建材产值将增加约 3,000 亿元，相比 2019 年增长 10%左右。是近年来较高的增长速度。其中考虑棚改和旧改对家装建材的结构性差异，防水材料、涂料、管材等材料将充分受益。

图表 56.近年来有关旧城改造相关文件

时间	文件	主要内容
2015 年	中央城市工作会议	加快城镇棚户区和危房改造，加快老旧小区改造；有序推进老旧住宅综合整治，力争到 2020 年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造
2017 年	老旧小区改造试点工作座谈会	为更好推进老旧小区改造，在 15 个城市开展老旧小区改造试点，目的是探索城市唠几句小区改造的新模式，为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广经验
2018 年		试点城市全年共改造老旧小区 106 个，惠及 5.9 万户居民，形成了一批可复制客推广的经验
2019 年	关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知	全面推进城镇老旧小区改造，全面摸排、因地制宜、推动地方创新改造方式和资金筹措机制等
2020 年	政府工作报告	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务

资料来源：国务院，中银证券

4. 精装房渗透改变行业格局

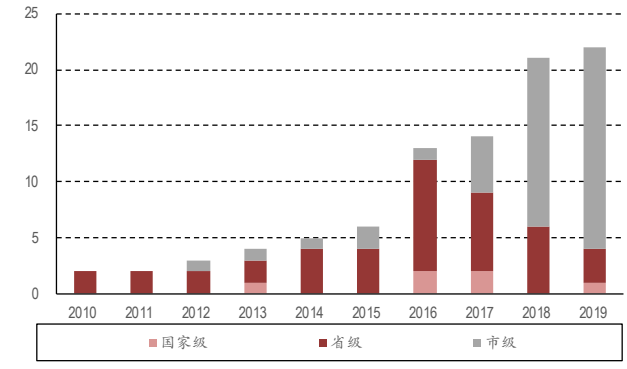
精装房政策发布加速，渗透加速进入具体实施阶段：竣工提速、旧改推进对家装建材有较强驱动力。地产集中度提升以及精装房渗透对家装建材格局有较大影响。近年来，全国范围内住宅精装修政策出台明显加速。全国中东部大多数省份已经出台政策，西南西北地区相关政策较少。从政策总体数量来看，2018-2019 年每年政策数量均超过 20 部，对应国内精装房渗透率进入加速提升期。从政策数量结构来看，省市一级政策数量占比明显提升，表明精装房渗透已经进入具体实施阶段。

图表 57.近年来全国性全装修政策相关文件

时间	文件	主要内容
2011 年	关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知	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	关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知	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
2016 年	关于大力发展装配式建筑指导意见	推进建筑全装修，实行装配式建筑装饰装修和主题结构，机电设备协同施工
2017 年	关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知	全面制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品教父比例，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积占比达到 30%
2019 年	住宅项目规范征求意见稿	明确城镇新建住宅建筑应全装修交付，对设施配置做出明确规定，明确要求卫生间防水耐用需达到 20 年

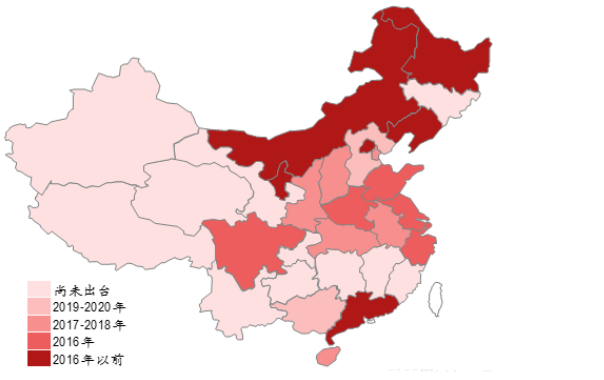
资料来源：中国产业信息网，中银证券

图表 58. 精装房政策颁布加速



资料来源：中国产业信息网，中银证券

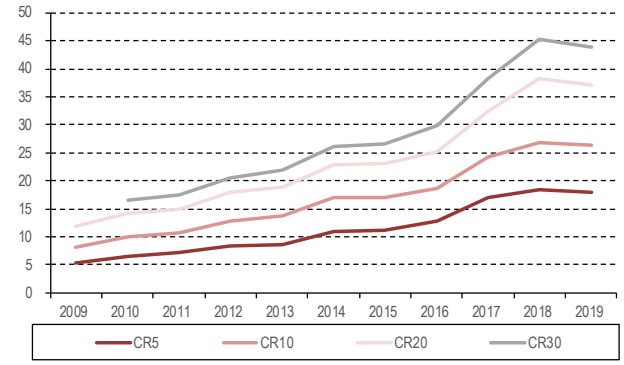
图表 59.全国多数地区印发精装修相关政策



资料来源：各地方政府网站，中银证券

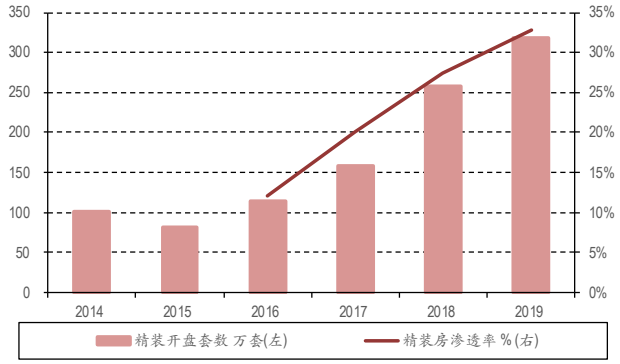
伴随着龙头房企市占率提升，国内精装房渗透率快速提升：当前国内精装房渗透率进入快速提升阶段，2016 年渗透率仅为 12%，到 2019 年已经达到 32.8%。如果按照这个速度，2025 年全国精装房渗透率超过 50%是大概率事件。伴随着精装房渗透率提升，是国内房企进入集中度加速提升阶段。背后的逻辑是龙头房企占有一二线城市资源，一二线城市市场景气度高，龙头房企占有率提升。同时由于一二线城市精装房政策贯彻较为到位，所以精装房渗透率伴随着龙头房企的市占率提升而提升。

图表 60. 房地产行业集中度快速提升



资料来源：万得，中银证券

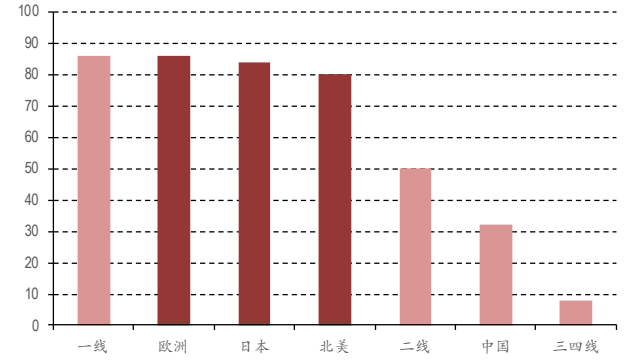
图表 61.近年来精装房渗透率加速提升



资料来源：中国产业信息网，中银证券

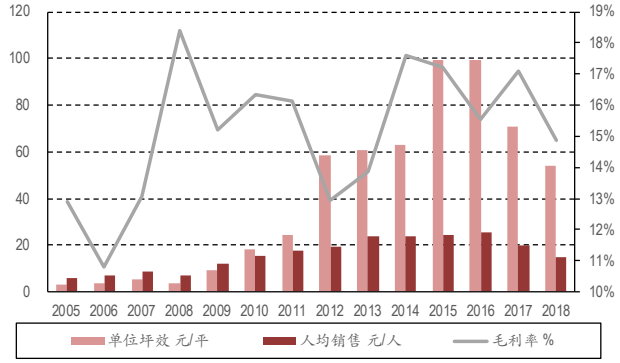
工程端建材龙头具备资金、服务、品牌多重优势，市占率快速提升。零售市场规模则相应受到挤压：精装房渗透率提升的背景下，地产集采成为装修建材的重要出货渠道。工程端龙头具备多重优势：资金实力、服务能力、品牌力等等。资金上，龙头房企合同一般附带账期，现金流压力巨大。服务能力方面要求供应商保证专业服务质量以及响应速度，满足客户个性化需求。品牌力方面，建材供应商的品牌影响力也成为房企选用建材产品的重要考量因素，因此工程端龙头市占率快速提升。于此相对，传统建材零售市场规模收到明显挤压，建材家居商场坪效、人均销售、毛利率等经营效率指标近年来均明显下滑。人数、企业数、营收规模等总量指标也有所下滑，存量博弈下，零售市场也将逐步走向整合。

图表 62. 一线城市渗透率已经达到发达国家水平



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 63.近年来建材家居商店经营效率快速下降



资料来源：万得，中银证券

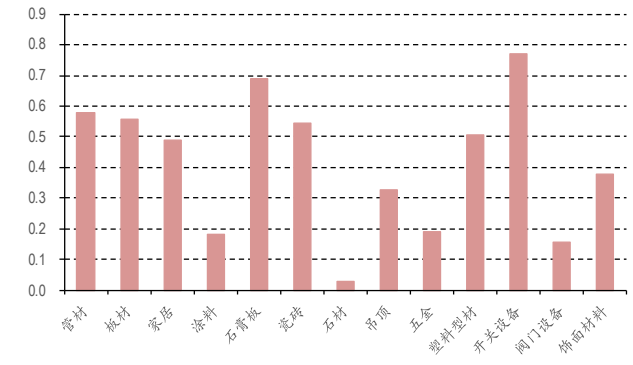
精装房渗透提升已至半程，未来继续提升空间广阔但速度或放缓：从另一个角度来看，当前国内一线城市精装房渗透率已经达到甚至超过欧美发达国家水平，三四线城市却远远落后于全国平均水平。我们认为当前龙头房企和一线城市精装房渗透率已经非常高，进一步提升空间较小。二三四线城市渗透率提升，一方面有赖于各个地方政府政策跟进，另一方面需要布局三四线城市的中小房企配合。因此我们认为国内精装房渗透已至半程，工程建材龙头市占率也有明显提升，未来精装房渗透率进一步提升空间广阔，但速度有可能逐步放缓。

5. 从现金管理能力和规模优势优选龙头

2019 年至今消费建材工程端上市企业普涨，预计未来个股会出现分化：2020 年上半年地产精装集采继续成为消费建材的投资主题，几乎所有涉足工程端渠道的消费建材上市公司都有不错的回报。我们认为地产精装集采是一个需求端的逻辑，相当一部分企业业绩提升其实是次新股产能投放，是供给扩张带来的业绩提升。预计下半年在竣工回升、地产集中、精装集采三重逻辑带动下，消费建材工程端龙头业绩仍有提升机会，但会出现分化。

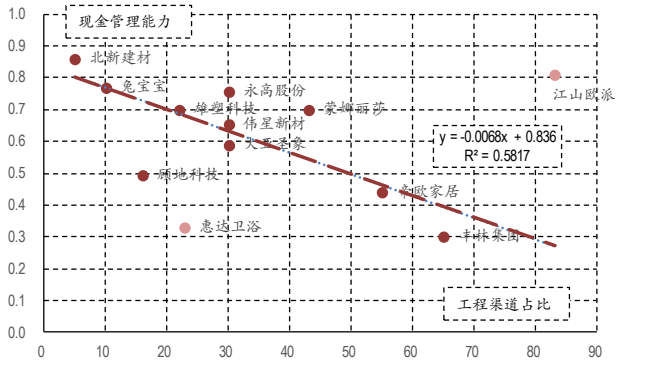
规模效应明显的细分行业更适合开展工程端业务，如管材、瓷砖、石膏板：对于消费建材投资，我们认为应该从规模效应和现金管理两个维度来优选。装修建材和建筑装饰都是地产行业的上游，当前地产精装渗透率提升，对装修建材和建筑装饰的工程端业务都是利好，实际上却只有建材龙头在提升工程端业务，多数家装龙头都在规避工程端业务，其重要原因就是建材龙头自有产能具有规模效应，提升了降本的空间，建筑装饰仅仅提供了劳务还承担了应收账款的压力。因此重资产、规模效应大的细分行业更适合开展工程端业务，管材、瓷砖、人造板、石膏板等领域规模效应更高。

图表 64. 石膏板、瓷砖、管材、家居等品类资产较重



资料来源：万得，中银证券

图表 65. 工程渠道占比与现金管理能力显著负相关



资料来源：万得，中银证券

工程端业务占比提升会加大公司现金压力，应从现金管理能力优选上市公司：房企在产业链中地位更高，当前房企资金趋紧，因此涉足工程端业务意味着应收账款等压力提升，公司的现金管理能力成为至关重要的指标。统计主要消费建材上市公司工程端渠道占比，发现公司现金管理能力和工程端渠道占比显著负相关，说明公司现金管理能力本身是商业模式选择的结果。从现金管理能力角度来筛选公司，应该结合公司工程端业务占比的情况进行综合考查。

图表 66.2019 年主要家装建材上市公司财务数据比较

	成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营收增速	利润增速	净营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
伟星新材	2.07	0.50	31.07	19.05	178.11	0.97	4.66	46.43	21.16	26.11
永高股份	17.50	109.96	21.85	40.90	57.92	1.10	4.66	25.76	15.07	16.33
顾地科技	(1.44)	(109.22)	(57.81)	63.02	8.07	0.56	9.34	21.24	18.62	1.09
雄塑科技	7.91	14.63	38.02	19.59	170.34	1.02	4.43	25.81	10.85	15.54
大亚圣象	0.51	(0.72)	50.54	34.26	65.60	0.91	4.01	36.17	23.97	15.32
兔宝宝	7.56	19.18	(19.17)	48.94	50.60	1.23	0.86	17.15	9.17	22.51
丰林集团	21.63	22.65	62.71	29.33	169.00	0.49	7.88	23.73	15.61	6.26
北新建材	6.03	(82.11)	14.95	32.25	31.89	0.62	5.77	31.86	11.12	3.12
蒙娜丽莎	18.57	19.42	(65.12)	43.58	87.52	0.73	3.88	38.51	25.30	15.82
帝欧家居	29.29	48.70	24.89	47.98	23.67	0.80	4.36	35.94	24.59	16.42

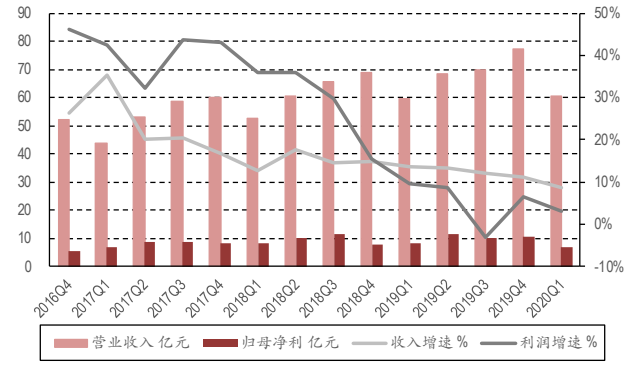
资料来源：万得，中银证券

建议继续关注蒙娜丽莎、永高股份等细分行业龙头：考察家装建材上市公司的资产结构，我们认为管材、人造板、涂料、瓷砖等细分行业资产较重，相对更适合开展 B 端业务；结合公司个体现金管理能力和对销售渠道的选择，预计蒙娜丽莎、永高股份等龙头在地产精装集采的趋势下有更强的内生成长能力，业绩高增可能性更大。

玻璃纤维：供给冲击减弱，静待行业景气回暖

玻纤行业业绩增速放缓，估值弹性低市场关注度有所下降：2017 年，在需求的持续带动下，玻纤行业景气度进入高峰期，行业内主要企业密集上马产能。2018 年全行业新增产能超过 105 万吨，同增 275%，达到历史最高水平。巨大供给冲击下，2019 年全年玻纤行业价格下降较为明显，主要企业业绩增速均有明显放缓。总体来看近年来在贸易战、新冠疫情、大规模产能投放等影响下玻纤行业业绩增速有所放缓，但总体仍然保持增长。玻纤行业估值与大盘相比一直稳定在 1.0 左右，估值弹性较低，市场关注度相比往年也有所下降。

图表 67. 近年玻纤龙头业绩增速下滑，但仍保持增长



资料来源：万得，中银证券

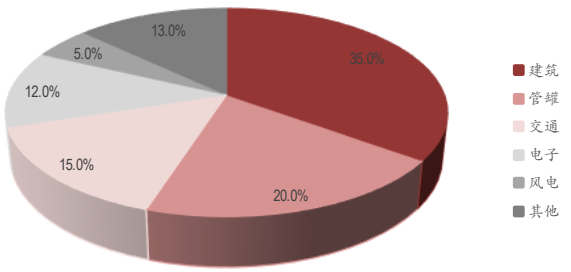
图表 68. 2020 年来业绩增速依然低位，估值弹性低



资料来源：万得，中银证券

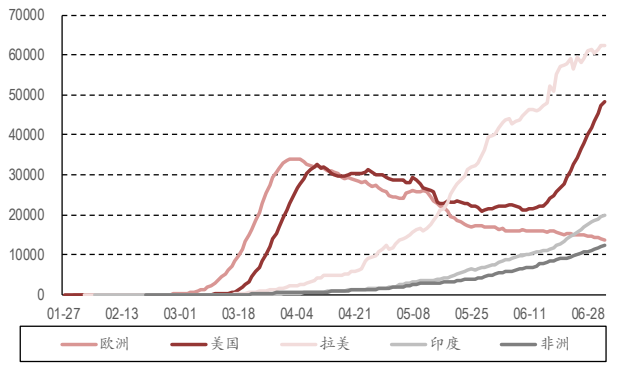
建筑、汽车、风电等行业景气度回升概率大，行业需求不会更差：玻纤终端需求主要来自建筑、汽车、风电等行业。目前来看，未来建筑投资仍将保持稳中向好的增速，对玻纤的需求将保持稳定。汽车销量增速逐步到达低位，但汽车轻量化等趋势无明显下滑，因此预计 2020 年车用玻纤仍可保持稳定增长。风电方面，近年来平价上网政策推动风电抢装，主要龙头风电企业相比 2018 年大幅调升计划装机量，行业回暖迅速。从诸多终端行业来看，未来玻纤行业需求至少不会更差，而供给冲击只会更小。

图表 69.玻纤需求结构，建筑占比最高



资料来源：中国玻纤复合材料网，中银证券

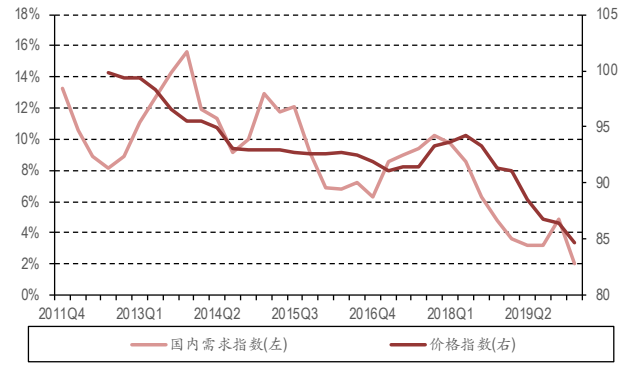
图表 70. 海外疫情仍有恶化趋势



资料来源：万得，中银证券

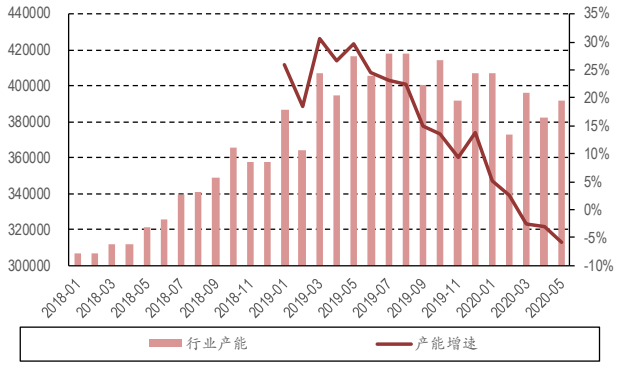
新冠疫情恶化导致海外需求受冲击：尽管近年来海外需求占比有所下降，但是海外需求仍然是玻纤需求不可或缺的一部分。今年新冠疫情在海外加速蔓延，近期更有恶化趋势，欧美发达国家经济趋于停滞，美国也终止了经济复苏计划。目前来看，新冠疫情没有短期内结束的迹象，但欧洲已经开始出现逐步好转的趋势。我们认为 2020 年将成为玻纤行业海外需求低点，预计 2021 年海外需求有望好转。

图表 71. 目前国内玻纤需求与价格依然疲软



资料来源：同花顺 iFind、万得，中银证券

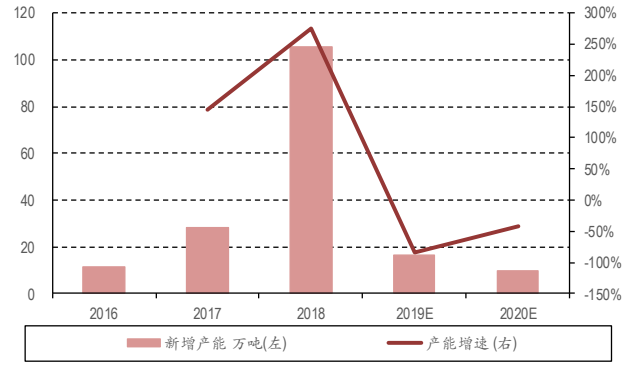
图表 72. 新增产能数量不断减少



资料来源：卓创资讯，中银证券

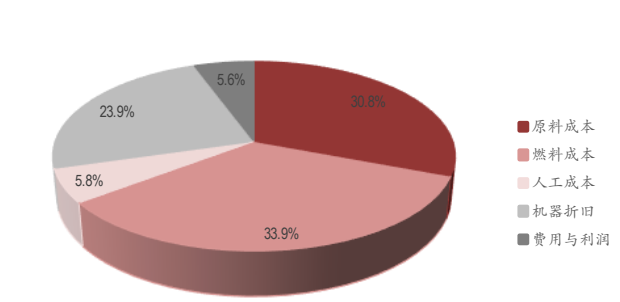
行业产能加速停产冷修，产能缩减程度近年来最明显：根据卓创资讯数据，当前玻纤行业产能增速放缓，2019 年下半年有加速减少的趋势。其中中国巨石累计停产产能 23 万吨，泰山玻纤累计停产产能 12 万吨，欧文斯科宁中国热修产能 8 万吨，山东玻纤冷修 3 万吨。2019 年以来全行业产能缩减程度是近年来最明显的。

图表 73. 2018 年有较多产能投放



资料来源：卓创资讯，，中银证券

图表 74. 当前玻纤成本占比较高，利润空间被压缩



资料来源：卓创资讯，中银证券

价格下降压缩利润空间，落后产能加速出清，上市龙头市场份额有望提升：当前玻纤行业价格仍处于下跌通道，但是下跌速度相比 2019 年有放缓态势。根据卓创资讯数据，以无碱 2400tex 玻纤为例，当前单吨售价不到 4,000 元，其中原料成本超过 1,000 元，燃料成本接近 1,200 元，人工和机器折旧分别为 200 元和 800 元，扣除三费后，多数企业亏损。如果价格继续下降，则行业落后产能会加速出清。从这个角度来看，玻纤上市龙头成本优势明显，可以承受更大的价格压力，后续市场占有率有望提升。

图表 75.2019 年下半年以来较多产能停产冷修

公司	年产能/万吨	变动情况	产品类型	时间	产线名称
巨石成都	9.0	停产	无碱粗纱	2019-11	103 线
巨石成都	6.0	停产	无碱粗纱	2020-02	101 线
巨石成都	8.0	停产	无碱粗纱	2020-02	102 线
巨石智能制造	15.0	点火	无碱粗纱	2020-06	TX229B 二线
辽宁炜盛	7.0	投产	中碱纱	2019-10	中碱线
林山高远	0.3	点火	电子纱	2019-10	5G 高性能电子纱
欧文斯科宁	8.0	热修	无碱粗纱	2020-01	余杭 1 线
山东玻纤	3.0	冷修	中碱纱	2019-06	格赛博
泰山玻纤	4.0	停产	无碱粗纱	2019-08	泰安 3 线
泰山玻纤	4.0	停产	无碱粗纱	2019-11	泰安 2 线
泰山玻纤	4.0	停产	无碱粗纱	2019-11	泰安 9 线

资料来源：卓创资讯，中银证券

玻纤行业景气度处于低点，随着产能缩减，行业景气度有望好转，产能过剩局面有望改善：目前来看，国内国外需求均处于低点，其中国内需求有好转可能性，海外需求在疫情影响下复苏尚需时日。当前玻纤产品价格仍处于下行通道中。但相比需求的萎缩速度，当前行业产能缩减程度更为明显，随着总体需求有望复苏，产能处于近期低点，我们认为玻纤行业景气度有望回升，行业产能过剩局面有望得到充分缓解。

投资建议

水泥下半年供给与需求均有望增加：受疫情影响，上半年建筑行业施工续期以及新产能投放都受到抑制。预计下半年水泥需求将有所反弹，新增产能有所增加，整体呈现价稳量增的态势。建议从区域财政、土地成交、产能投放等角度预判下半年各地方供需情况。看好新疆、山东、四川、广东等省份行情，推荐**塔牌集团**，建议关注**天山股份、海螺水泥**。

早周期品下游需求有望反弹，业绩增长可期：疫情影响以及雨水天气影响下，二季度早周期品出货量受到冲击。当前防水和减水剂等早周期品行业集中度提升逻辑已为市场所认知，估值调整到位，下半年需求反弹加上企业自身产能扩张，业绩快速增长确定性更高。推荐**垒知集团、苏博特**；建议关注**东方雨虹、科顺股份**。

平板玻璃有望演绎去年复苏行情：看疫情对平板玻璃行业冲击接近尾声。从当前时点看，目前与去年相比竣工增速回升力度不减，平板玻璃价格相当，库存水平略高于去年，在产产能明显低于去年同期。去年平板玻璃底部反转的行情大概率今年有望重新演绎。推荐纯正平板玻璃行业龙头**旗滨集团**。

家装建材 B 端龙头业绩释放，优选细分行业龙头：在竣工回暖、地产集中、精装集采三种逻辑驱动下，工程端建材龙头业绩快速释放。当前板块估值基本调整到位，长期来看估值提升趋势可持续，但短期有一定回调风险。目前一线城市龙头房企精装渗透率已经高于发达国家，未来精装渗透将有赖于二三线城市推进，预计速度将所放缓。建议从规模效应和现金管理两个维度优选细分行业龙头。推荐石膏板龙头**北新建材**，建议关注**蒙娜丽莎、永高股份**等细分行业龙头。

玻纤行业供给冲击减弱，静待景气度回升：疫情影响下，目前海外需求仍未看到明显复苏迹象。国内需求增速与产品价格均处于低位。考虑 2019 年下半年以来行业有较多产能停产，供给过剩格局有所缓解，预计未来行业景气度有一定回暖空间。建议关注行业玻纤行业领军者**中国巨石**。

优先度排序是玻璃>水泥>玻纤>早周期品>B 端龙头：考虑当前玻璃行业数据特征与去年类似，复苏行情重演可能性最大；水泥下半年需求反弹为大概率事件但预计价格高于去年同期仍有难度；玻纤目前估值与行业景气度均处于历史低位有回升空间；早周期品估值已经调整到位，下半年业绩释放可能性较大；B 端龙头短期估值基本调整到位，应首选业绩兑现可能性高的品种。

风险提示

1. **水泥产能下半年集中投放**：疫情影响下，上半年水泥行业产能投放受到抑制，下半年水泥产能有可能集中投放，给对应区域内水泥市场造成一定冲击，对应区域价格预计承压。
2. **竣工回升不及预期：**尽管当前玻璃数据与去年类似，但竣工数据波动大，本次竣工是 2017 年以来地产开工高速增长的结果，有一定补涨性质。从长期来看，复苏可持续性较差。若下半年竣工回暖不持续或不及预期，则基于竣工回升的玻璃和家装建材行情都将不及预期。
3. **精装房渗透率放缓：**目前一线城市和龙头房企精装房渗透率已经到了较高水平，也是建材龙头重点布局的区域。未来精装房渗透有赖于二三线城市的政策推进，预计速度会放缓，对应建材集中度提升速度有放缓可能。
4. **海外疫情持续蔓延**：海外需求是玻纤需求不可忽略的一部分。当前海外特别是美国、拉美、印度地区疫情仍有加速态势，预计对海外需求和相应区域产能生产造成较大影响。

附录图表 76. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
000786.SZ	北新建材	买入	29.79	503.30	0.26	1.57	114.1	19.0	8.28
601636.SH	旗滨集团	买入	8.40	225.66	0.50	0.59	16.8	14.2	3.13
002233.SZ	塔牌集团	买入	13.63	162.51	1.45	1.59	9.4	8.6	8.45
002398.SZ	垒知集团	买入	10.69	74.03	0.58	0.70	18.4	15.3	4.15
600585.SH	海螺水泥	未有评级	56.99	2,929.84	6.34	6.67	9.0	8.5	26.85
600801.SH	华新水泥	未有评级	25.01	430.36	3.03	2.99	8.3	8.4	10.26
002372.SZ	伟星新材	未有评级	13.20	207.65	0.63	0.66	21.1	19.9	2.52
600176.SH	中国巨石	未有评级	10.90	381.75	0.61	0.63	17.9	17.3	4.57
603737.SH	三棵树	未有评级	110.82	288.93	1.56	2.13	71.1	52.0	8.55
603826.SH	坤彩科技	未有评级	30.00	140.40	0.31	0.50	95.6	60.0	3.07
002271.SZ	东方雨虹	未有评级	52.45	823.35	1.32	1.80	39.9	29.1	7.25
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	8.94	69.26	0.51	0.57	17.6	15.7	2.09
000012.SZ	南玻 A	未有评级	5.42	128.65	0.17		31.0		3.09
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	40.60	164.85	1.07	1.36	38.1	29.9	7.37
000789.SZ	万年青	未有评级	15.69	125.11	1.72	2.04	9.1	7.7	6.67
603378.SH	亚士创能	未有评级	59.90	116.69	0.59	1.05	102.2	57.1	6.74
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	16.17	89.42	1.30	1.29	12.4	12.6	9.07
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	26.95	219.27	2.87	3.31	9.4	8.1	7.09
002798.SZ	帝欧家居	未有评级	40.40	157.13	1.46	1.82	27.8	22.2	9.63
600660.SH	福耀玻璃	未有评级	24.02	579.55	1.16	1.07	20.8	22.6	8.72
002641.SZ	永高股份	未有评级	7.76	87.16	0.46	0.59	17.0	13.2	3.04
300737.SZ	科顺股份	未有评级	24.70	150.32	0.60	0.97	41.4	25.4	5.24
000877.SZ	天山股份	未有评级	18.60	195.06	1.56	1.80	11.9	10.3	9.17
002718.SZ	友邦吊顶	未有评级	16.14	21.22	0.73		22.0		9.42
002088.SZ	鲁阳节能	未有评级	9.45	34.18	0.94		10.0		6.22

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 7 月 17 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



000786.SZ

买入

市场价格：人民币 29.79

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15.1	38.4	16.3	63.0
相对深证成指	(8.2)	23.6	(8.2)	22.0

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	50,330
3 个月日均交易额(人民币 百万)	382
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	38

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 7 月 17 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

北新建材

成本与渠道优势明显，现金优秀的抗周期龙头

公司是石膏板龙头，其规模与渠道优势无可替代。后续进军防水行业，业绩仍有增长预期，是不可多得的现金流优秀的抗周期建材龙头。

支撑评级的要点

- **产能 27 亿平的全球石膏板龙头**：公司是全球石膏板行业龙头，目前石膏板产能超过 27 亿平，2018 年销量 18.7 亿平，市场占有率接近 60%。石膏板业务占收入比重接近 85%。公司近期将规划建成 30 亿平产能，中长期规划 50 亿平产能，并与涂料、防水构成公司重要业务板块。
- **石膏板行业规模较小，市场集中度较高，成本收废纸价格影响大**：公司自成第一梯队，外资三强构成第二梯队。我们认为行业需求来自于办公楼、商业、家庭装修为主。上游原料主要是石膏与护面纸，石膏供应相对充足，护面纸价格受废纸影响，外废进口配额缩减将支撑废纸价格保持高位。
- **美国诉讼和解费低于预期成利好，收购蜀羊进军防水**：近期公司美国诉讼案落地，和解费 2.48 亿美元低于预期，某种程度形成公司利好。公司收购西南防水龙头四川蜀羊。蜀羊防水产能建设完备，后续有望借助公司渠道优势协同快速增长，成为公司重要业绩增长点。
- **现金流优秀的抗周期建材龙头**：公司在石膏板行业内的规模成本与渠道优势无可替代，未来占有率有望进一步提升。与建材行业其他龙头相比，公司在现金流、应收账款、资产周转等方面均有明显优势。是建材行业为数不多能保持优质现金流同时不受地产周期明显影响的行业龙头。

估值

- 预计 2020-2022 年，公司营收为 160.58、190.64、216.98 亿元；净利润 26.52、31.50、35.73 亿元；EPS1.57、1.86、2.12 元。给予公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 行业景气下滑，市场需求不振，防水收购不及预期，美国案件仍收尾。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	12,565	13,323	16,058	19,064	21,698
变动 (%)	13	6	21	19	14
净利润(人民币 百万)	2,466	441	2,652	3,150	3,573
全面摊薄每股收益(人民币)	1.460	0.261	1.570	1.864	2.115
变动 (%)	5.2	(82.1)	501.1	18.8	13.4
全面摊薄市盈率(倍)	20.4	114.1	19.0	16.0	14.1
价格/每股现金流量(倍)	65.7	3.0	12.1	10.8	9.7
每股现金流量(人民币)	0.45	10.06	2.47	2.75	3.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	42.2	12.4	10.7	9.7
每股股息(人民币)	0.37	0.46	0.47	0.56	0.63
股息率(%)	1.2	1.5	1.6	1.9	2.1

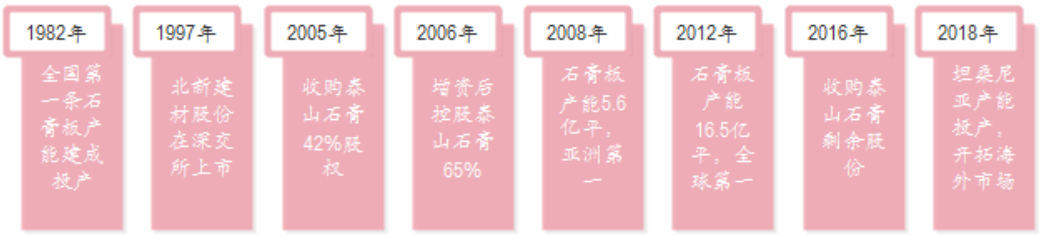
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、全球石膏板龙头，产品量价齐升驱动公司业绩

1. 中国建材旗下企业，深耕石膏板步步为营

全球石膏板龙头，深耕行业 40 年：公司是一家专注石膏板的研发、生产、销售、服务以及配套龙骨等产品的生产的综合性建材产业集团，为各类建筑提供石膏板墙体、吊顶系统，矿棉板吊顶吸声系统等节能环保新型建材全套解决方案。从 1982 年公司第一条石膏板产能投产开始，公司深耕石膏板至今已有 37 年。自创建以来，石膏板产能稳步扩张，分别在 2009 年和 2012 年产能达到亚洲第一和全球第一。2018 年公司坦桑尼亚产能投产，开始开拓海外市场。

图表 77. 公司历史发展沿革



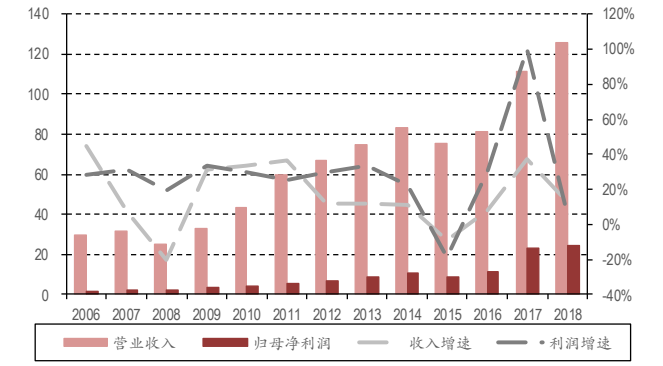
资料来源：公司公告，中银证券

中国建材企业石膏板上市平台，产能遍布全国，开始品类拓展之路：截止至 2019 年 6 月底，公司超过 27 亿平产能集中在山东、安徽、江苏等地，遍布全国。预计 2020-2021 年，公司有望顺利完成 30 亿平石膏板产能的规划，并后续通过拓展海外市场与深耕国内市场向 50 亿平石膏板产能的中长期目标发展。近期，公司更是收购四川蜀羊防水材料有限公司，开始产品品类拓展的道路。

2. 石膏板量价齐升带动公司业务稳步增长

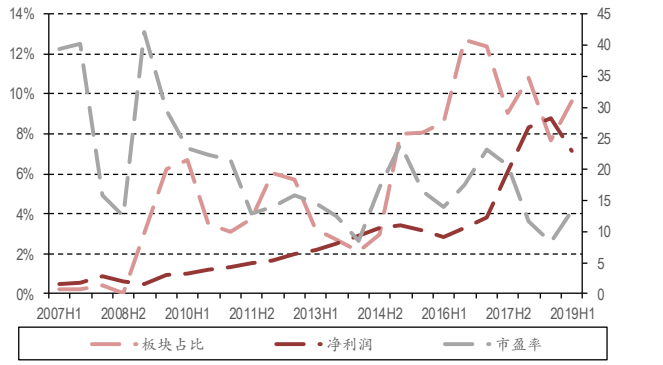
石膏板产能稳步增长，行业景气驱动产品量价齐升：石膏板是公司主营产品，是目前政府积极推广的新型建材。其主要品种有纸面石膏板、装饰石膏板等，其中普通纸面石膏板销量达到石膏板总体销量的 80%左右。而石膏板销售额也常年达到公司营收规模的 85%以上。由于石膏板需求日益提升以及公司对产品价格有较强的控制力，目前石膏板价格依然在历史较高水平运行，驱动公司业绩持续高增。2016-2018 年，公司归母净利从 11.71 亿元增长至 24.66 亿元，年均复合增长率超过 45%。

图表 78. 多年以来业绩稳步增长



资料来源：万得，中银证券

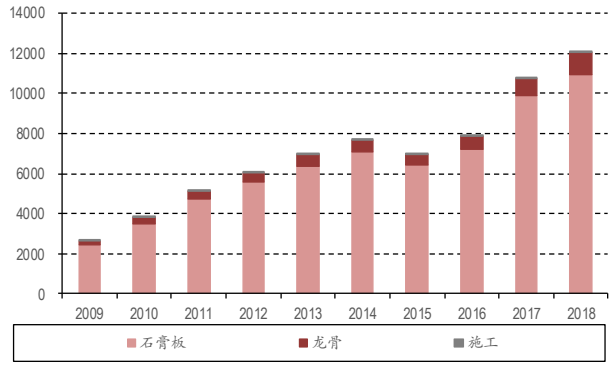
图表 79. 公司市场关注度提升



资料来源：万得，中银证券

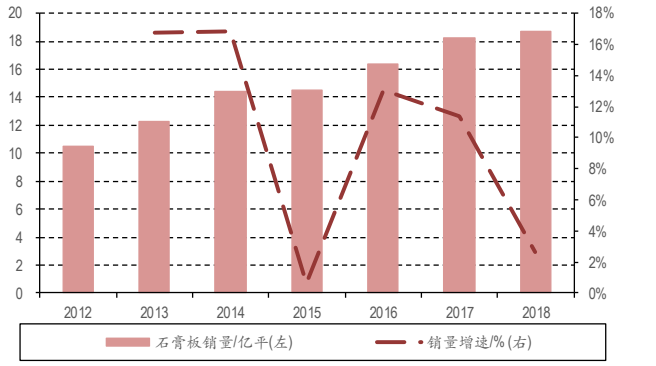
轻钢龙骨是公司另外的重要业务，未来随着配套销售龙骨业务规模仍有提升空间：轻钢龙骨一般与石膏板安装施工时配套使用。目前公司石膏板和龙骨配套销售占比还比较低。龙骨业务占比不到 10%。近期随着公司逐步推行轻钢龙骨与石膏板配套销售，预计未来公司轻钢龙骨业务还有进一步提升的空间。

图表 80. 石膏板是收入的主要构成



资料来源：万得，中银证券

图表 81. 石膏板销量逐年增长



资料来源：万得，中银证券

业绩稳步提升，公司成为建材板块市场关注度最高个股之一：在稳定的业绩增长以及稳健的财务指标背后，公司已经变为建材板块最受关注的上市公司之一。2019 年年中，公募基金持有公司股份达到 2.30 亿股，占机构持有建材板块股份比重达到 9.51%，与海螺水泥、中国巨石、伟星新材、东方雨虹等并列为建材板块机构关注度最高个股。

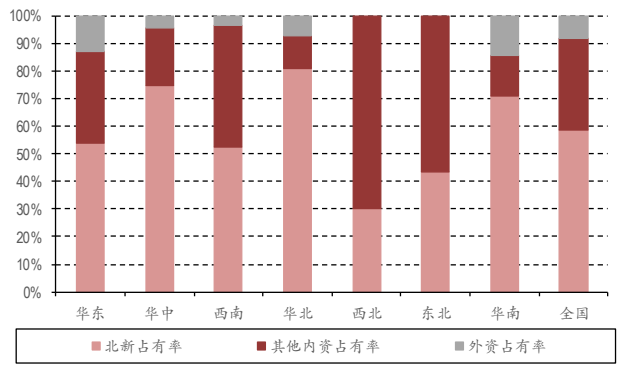
二、石膏板行业：需求增长趋稳，集中度趋于提升

1. 石膏板行业：需求增长趋稳，公司市占率有望提升

1. 公司产能供给优势明显

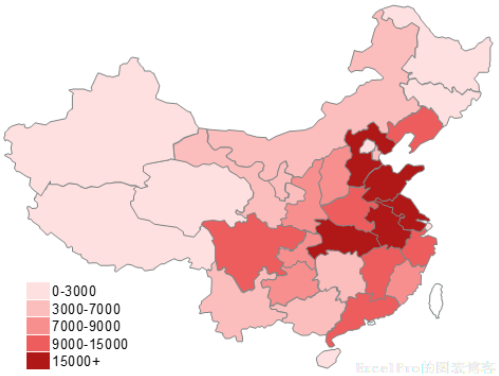
公司产能卡位优势明显，在绝大多数区域市场占有率均超过 50%：山东、湖北、江苏三省是国内天然石膏主要产区，公司产能卡位优势明显，主要产能集中在山东、湖北、江苏、河北、安徽五省，占公司全部产能达到 49.13%。目前国内石膏板供给相对较为集中，截至 2019 年一季度，全国石膏板产能约为 43.11 亿平，其中公司产能接近 27 亿平，市场占有率接近 60%。在全国绝大多数区域市场占有率超过 50%。

图表 82. 公司在绝大多数区域占有率高于 50%



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 83. 公司主要产能集中在冀鲁苏鄂皖五省

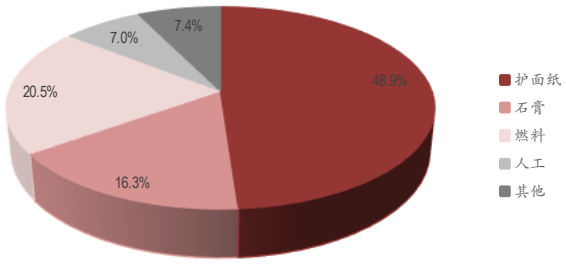


资料来源：万得，公司公告，中银证券

2. 护面纸是成本大头，预期成本提升利好市占率提升

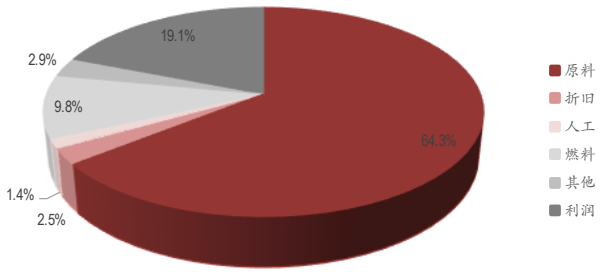
护面纸是石膏板成本主要构成，废纸价格短期看涨，长期回落：参考公司 2017 年底以来的数据，石膏板主要成本集中在护面纸上，占比接近 50%，单方护面纸成本约为 1.8 元。当前造纸产能趋于稳定，但外废配额逐年减少。因此我们认为废纸价格短期两年内看涨，但长期随着造纸需求趋稳，国内废纸回收率提升，部分产能外溢，供需缺口逐步弥补，价格逐步下降。

图表 84. 护面纸占石膏板成本结构大头



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 85. 废纸原料是护面纸成本主要构成



资料来源：万得，博汇纸业公司公告，中银证券

成本提升将进一步挤压中小企业空间，利好公司扩大市场占有率：近期公司提出 50 亿平产能的中长期规划，其中国内至少新增 10 亿平产能。我们认为目前国内石膏板需求增长趋于平稳，供给侧随着成本提升以及落后产能限制和淘汰，中小企业的生存空间进一步挤压。落后产能逐步出清为公司提供了新增产能的空间。

图表 86.废纸进口相关政策梳理

日期	部委	文件	内容
2014 年 12 月 30 日	商务部等	进口废物管理目录	2015 年起实行全品类废纸申报配额制度，并设立申请资格门槛
2017 年 7 月 28 日	环保部	正式通知世界贸易组织	2017 年以后禁止进口未经分拣的废纸
2017 年 8 月 23 日	国务院	禁止洋垃圾入境推进固废进口管理	2017 年以后禁止进口未经分拣的废纸
2017 年 12 月 14 日	环保部	进口废纸环境保护管理规定	申请进口废纸许可的加工利用企业生产能力应不低于 5 万吨/年，并具有与加工能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备
2017 年 12 月 14 日	环保部	进口可作原料的固废环保控制标准	规定进口废纸含杂率从 1.5%下调纸 0.5%

资料来源：国务院、环保部、发改委、商务部，中银证券

3. 政策推进钢结构普及，石膏板需求有望提升

石膏板耐久性较低，目前国内渗透率较低，钢结构逐步推进或有利于石膏板渗透率提升：目前石膏板在国内渗透率相对较低，主要内容来自于公装和吊顶，住宅和隔墙的需求明显少于外国。国家政策陆续出台鼓励装配式建筑发展，相比预制混凝土结构，钢结构在抗震性能方面有明显的优势。钢结构本身安装更为方便，同时其结构在于龙骨隔墙安装在一起后可以形成更为坚固的“板肋结构体系”，更有利于抗震。因此我们认为随着钢结构建筑乃至钢结构住宅的普及，石膏板在家装市场渗透率有望提升。

2.集中度提升是行业主要趋势

日本、美国均经历了行业集中度提升的过程：参照国外行业协会数据，日本人均年石膏板消耗量自 1997 年达到 5.41 平后小幅回落，一直稳定在 4-5 平的水平内。随着日本石膏板行业需求趋于稳定，行业集中度也有明显提升，目前市场主流企业逐步减少为 9 家，单线产能稳定在 3,000 万平的水平上。1997 年以来，美国石膏板行业同行经历了集中度提升的过程，1997 年行业主要企业有 13 家，2016 年主要企业仅剩 7 家。

预计中国石膏板市场增速放缓，行业集中是未来主要趋势：比较日本和美国市场，我们认为中国尽管未来以钢结构为代表的装配式建筑渗透率有望提升，但混凝土框架结构依然是主要的结构体系。我们不认为中国人均石膏板消耗量能够达到日本 4-5 平的水平，因此我们认为石膏板行业增速大概率趋缓，行业集中度继续提升是主要趋势。

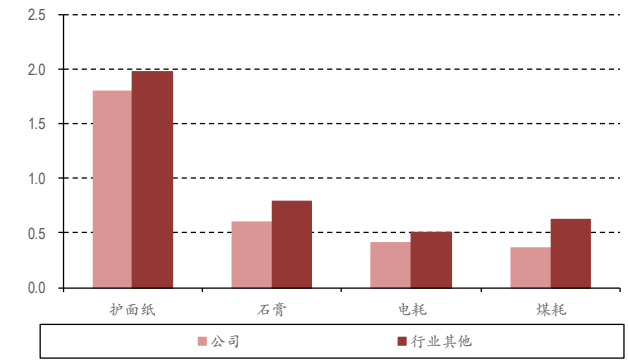
估算未来行业规模达到 50 亿平，公司市占率达到 75%-80%：假设中国稳定状态是人均消耗量 3.5 平左右，则全国市场规模约为 50 亿平，还有 15 亿平的提升空间。按照公司未来新增 20 亿平产能，10 亿平在国内，10 亿平在国外的中长期规划；我们认为落后产能淘汰以及公司成本方面的绝对优势将占据一部分落后产能退出后的市场真空，市场份额进一步提升。预计未来公司国内拥有 38-40 亿平产能，市占率达到 75%-80%；3 大外企合计产能接近 5 亿平，占有率达到 20%；剩余市场由极少数公司占有，不超过 5%。

三、成本优势显著，议价能力更强，外延扩张迅速

1. 公司优势：规模巨大成本优势明显，布局完善议价能力较强

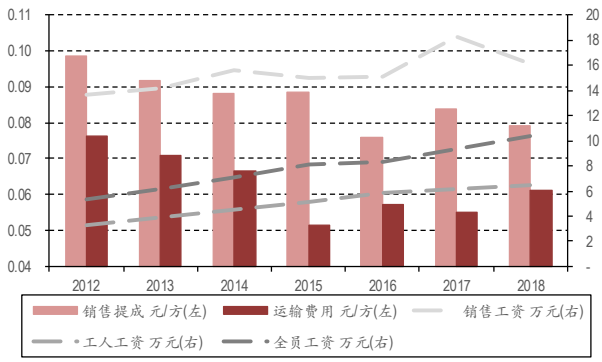
原材料优势地位不可撼动，石膏与护面纸均有明显优势：石膏板是标准品，单价较低，进行成本控制是提升毛利率最为有效的战略。公司在各个环节做好降本控费。预计公司在石膏板方面相比同行要节省 24%成本，预计泰和纸业产能投产后，公司在护面纸方面相比同行将节省成本 9.2%。除去原材料，公司在煤耗、电耗、乃至人员工资等各个方面都充分发挥公司的规模效用：公司在各个环节将成本控制做到极致。

图表 87. 原料与燃料相比同行均有明显优势



资料来源：万得，同花顺，龙源石膏，公司公告，中银证券

图表 88. 单方费用减少但人员工资提升



资料来源：万得，公司公告，中银证券

品牌布局完善，有效填补市场空间提升市场占有率：2018 年，公司新开辟梦牌石膏板，定位中低端市场，单方销量低于原有龙牌和泰山石膏板。目前公司石膏板产品有龙牌、泰山、 梦牌三大品牌，分别定位高中低端市场，不同产品能有效匹配不同客户群体需求，进一步提升市场占有率。

图表 89. 公司旗下品牌齐全



资料来源：公司公告，中银证券

遍布全国的产能与渠道为公司提供较强的定价能力与渠道协同处理能力：公司遍布全国的产能和渠道进一步为公司提供了更强的定价能力。目公司基本按照成本加成法，分区域定价，由于相比同行有绝对的成本优势和市场份额优势，公司定价可以保证兼顾自身盈利与防止竞争对手进行价格竞争。后续随着石膏板在装修中渗透率逐步提升，公司将着手进行龙骨和石膏板的配套销售，进一步实现已有渠道价值。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**12,565**	**13,323**	**16,058**	**19,064**	**21,698**
销售成本	8,128	9,079	10,943	13,006	14,826
经营费用	1,148	1,190	1,927	2,288	2,604
息税折旧前利润	**3,315**	**1,191**	**4,046**	**4,697**	**5,183**
折旧及摊销	478	524	1,005	1,109	1,143
经营利润(息税前利润)	**2,837**	**668**	**3,041**	**3,588**	**4,040**
净利息收入/(费用)	(36)	(26)	(12)	11	44
其他收益/(损失)	(128)	(1,987)	22	22	22
税前利润	**2,801**	**641**	**3,029**	**3,599**	**4,084**
所得税	335	200	377	449	511
少数股东权益	15	15	112	140	177
净利润	**2,466**	**441**	**2,652**	**3,150**	**3,573**
核心净利润	**2,594**	**2,428**	**2,630**	**3,128**	**3,551**
每股收益 (人民币)	1.460	0.261	1.570	1.864	2.115
核心每股收益 (人民币)	1.536	1.437	1.557	1.851	2.102
每股股息 (人民币)	0.371	0.460	0.470	0.560	0.630
收入增长(%)	13	6	21	19	14
息税前利润增长(%)	2	(76)	355	18	13
息税折旧前利润增长(%)	3	(64)	240	16	10
每股收益增长(%)	5	(82)	501	19	13
核心每股收益增长(%)	8	(6)	8	19	14

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	490	632	3,965	7,331	11,430
应收帐款	290	1,433	1,486	1,717	1,763
库存	1,279	1,612	1,877	2,209	2,451
其他流动资产	3,332	3,593	2,476	2,476	2,476
流动资产总计	**5,652**	**6,154**	**9,804**	**13,731**	**18,119**
固定资产	7,590	9,055	10,063	9,696	8,798
无形资产	1,689	2,034	1,967	1,922	1,854
其他长期资产	2,977	3,774	1,842	1,489	1,314
长期资产总计	**12,256**	**14,864**	**13,872**	**13,107**	**11,965**
总资产	**17,908**	**21,018**	**23,676**	**26,839**	**30,085**
应付帐款	812	1,598	1,802	2,122	2,321
短期债务	891	1,580	1,580	1,657	1,657
其他流动负债	610	2,652	3,018	3,220	3,446
流动负债总计	**2,313**	**5,830**	**6,400**	**6,999**	**7,425**
长期借款	534	236	236	242	242
其他长期负债	621	409	527	691	825
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	12,749	12,853	14,823	17,218	19,904
股东权益	**14,439**	**14,542**	**16,512**	**18,907**	**21,593**
少数股东权益	156	591	703	894	1,071
总负债及权益	**17,908**	**21,018**	**23,676**	**26,839**	**30,085**
每股帐面价值 (人民币)	8.45	8.26	9.36	10.66	12.15
每股有形资产 (人民币)	10.13	11.02	12.63	14.39	16.36
每股净负债/(现金)(人民币)	0.98	0.94	(0.96)	(2.81)	(5.15)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,801	641	3,029	3,599	4,084
折旧与摊销	478	524	1,005	1,109	1,143
净利息费用	36	26	12	(11)	(44)
运营资本变动	(478)	(2,006)	(252)	(37)	(138)
税金	851	687	249	539	631
其他经营现金流	(1,862)	(1,899)	(418)	(697)	(854)
经营活动产生的现金流	**2,783**	**1,985**	**4,129**	**4,576**	**5,099**
购买固定资产净值	1,557	2,109	13	4	1
投资减少/增加	490	(721)	(22)	272	(22)
其他投资现金流	(12)	16,398	36	354	95
投资活动产生的现金流	**(2,059)**	**15,010**	**45**	**78**	**116**
净增权益	74	(8)	0	0	0
净增债务	(213)	385	0	0	0
支付股息	591	777	794	946	1,064
其他融资现金流	(43)	(52)	(34)	(45)	(49)
融资活动产生的现金流	**(773)**	**(452)**	**(829)**	**(991)**	**(1,113)**
现金变动	(48)	97	3,333	3,366	4,100
期初现金	614	490	632	3,965	7,331
公司自由现金流	724	16,995	4,174	4,654	5,214
权益自由现金流	467	17,328	4,139	4,610	5,165

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	26.4	8.9	25.2	24.6	23.9
息税前利润率(%)	22.6	5.0	18.9	18.8	18.6
税前利润率(%)	22.3	4.8	18.9	18.9	18.8
净利率(%)	19.7	3.4	17.2	17.3	17.3
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.1	1.5	2.0	2.4
利息覆盖率(倍)	91.5	45.1	332.6	432.0	118.1
净权益负债率(%)	10.8	11.0	(9.8)	(25.1)	(40.3)
速动比率(倍)	1.9	0.8	1.2	1.6	2.1
估值					
市盈率 (倍)	20.4	114.1	19.0	16.0	14.1
核心业务市盈率(倍)	19.4	20.7	19.1	16.1	14.2
市净率 (倍)	3.5	3.6	3.2	2.8	2.5
价格/现金流 (倍)	65.7	3.0	12.1	10.8	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	42.2	12.4	10.7	9.7
周转率					
存货周转天数	37.1	44.2	42.7	42.3	41.2
应收帐款周转天数	8.4	39.3	33.8	32.9	29.7
应付帐款周转天数	36.5	64.2	60.1	59.6	57.2
回报率					
股息支付率(%)	25.4	176.2	29.9	30.0	29.8
净资产收益率 (%)	17.2	3.1	16.7	17.4	17.4
资产收益率 (%)	13.9	2.2	11.7	12.3	12.5
已运用资本收益率(%)	15.2	2.7	14.1	14.6	14.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

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，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