周期与消费共振，把握确定性机会

——建材行业 2020 年中期投资策略

行业评级：增　持

报告日期：　2020-06-18

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：石林
执业证书号：S0010520060001
电话：15652540369
邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

主要观点：

今年以来建材板块整体表现较好，基建行情率先启动

年初至今周期类建材和消费类建材均有不错表现，表现相对较好的细分板块为其他建材、玻璃、水泥。从 2019 年业绩来看，归母净利润增长最快的板块为减水剂、玻璃、水泥；从 2020Q1 业绩来看，归母净利润下滑幅度最小的板块为玻纤、减水剂、水泥。进入二季度，随着基建全面复工复产和地产数据的修复，水泥和玻璃板块开始迎来量价齐升。消费建材方面，表现最好的仍是防水行业，值得关注的是以 B 端为主的消费建材业绩开始与 C 端出现分化，并且我们认为该趋势在未来仍将继续演绎。

特殊外部环境下，把握四大投资主线

进入 2020 年以来，新冠疫情使建材行业面对的外部环境相对去年发生了较大的改变。我们认为疫情带来的机遇大于挑战，从行业整体逻辑来看，建议关注四大投资主线：

1)把握内需板块：今年内需将在拉动经济方面发挥比往年更大的作用，2020H2 内需占比更高的细分行业将拥有更强的确定性，业绩复苏的节奏也将更快；

2）关注基建和地产的持续超预期可能性：基建方面，今年基建创造的总需求将显著增加，且大部分将集中在下半年释放；地产方面，预期位于底部也使超预期的可能性大大增加。竣工面积和商品房销售面积 5 月增速转正，同比分别增长 6.2%和 9.7%，前期积压的需求已开始释放；

3）政策利好对中长期需求空间的提振：2020 年以来，国家公布了多项重磅政策和文件，主要包括土地要素市场化改革、专项债加码、REITs 试点、西部大开发、老旧小区改造等。我们认为这些相关政策对建材行业的需求将构成长期利好，为相关领域打开巨大的成长空间；

4）消费建材龙头的成长性投资机会：在竣工缺口修复和精装房渗透率提升的双轮驱动下，消费建材板块有望维持较高景气度，显著利好 B 端渠道较强的行业龙头。建议重点关注在优质赛道上有核心竞争力，且具备规模优势的龙头企业。

其他子行业分析

1）水泥：供需格局持续向好，高景气度将维持。同时建议关注部分地区的独立行情；

2）玻璃：受供需两端积极因素影响，玻璃行业今年 5 月份开启复苏通道，底部反转已经确立。同时由于今年油价大幅下行，为成本端创造了较大利好，龙头企业将获得更大的盈利弹性。

3）玻纤：海外疫情仍有影响，建议关注内需景气度。需求端逐步回暖，且未来 2-3 年行业进入冷修高峰期进一步收紧供给，玻纤行业持续逾两

年的供大于求格局仍处于再平衡的底部上升通道。

4）减水剂：多重因素驱动行业二次出清，集中度仍在快速提升。同时，下游客户的集采趋势与基建领域的巨大增量空间带来了下游需求端的积极变化。

投资建议

周期类建材，建议关注：1）优质水泥标的，包括基建弹性大的**冀东水泥**，西北地区标的**祁连山、宁夏建材**，强者恒强的龙头**海螺水泥**；2）玻纤龙头**中国巨石**；3）减水剂龙头**苏博特**。

消费类建材，建议关注：1）防水龙头**东方雨虹、科顺股份**；2）管材行业的**伟星新材、永高股份**；3）瓷砖行业的**蒙娜丽莎**；4）建筑涂料龙头**三棵树**。

风险提示

下游需求不及预期；政策实施力度不及预期；外部环境不确定性加剧。

正文目录

1 建材板块行情和业绩回顾.....6

1.1 建材行业整体涨幅居前，周期与消费共振.....6
2.1 建材行业 2019 与 2020Q1 业绩综述.....7

2 四大投资主线：特殊外部环境下，把握供需变化及确定性.....11

2.1 内需重要性进一步凸显.....11
2.2 基建与地产需求或将持续超预期.....12
2.3 政策利好打开中长期需求空间.....16
2.4 消费建材龙头的业绩加速期已至.....21

3 其他子行业分析.....24

3.1 水泥：供需格局向好，关注独立行情.....24
3.2 玻璃：拐点已至，格局优化.....29
3.3 玻纤：关注内需，静待供需平衡.....31
3.4 减水剂：行业二次出清，关注下游积极变化.....34

4 重点标的.....37

4.1 海螺水泥.....37
4.2 中国巨石.....37
4.3 东方雨虹.....38
4.4 苏博特.....38
4.5 伟星新材.....39

5 风险提示.....39

图表目录

图表 1 年初至今申万一级行业指数涨跌幅情况.....6
图表 2 年初至今建材各细分板块涨跌幅情况.....7
图表 3 当前建材板块估值处于历史较低水平.....7
图表 4 建材行业样本公司分类及业绩情况.....8
图表 5 各细分板块 2019 年营收情况.....10
图表 6 各细分板块 2019 年归母净利润情况.....10
图表 7 各细分板块 2020Q1 营收情况.....10
图表 8 各细分板块 2020Q1 归母净利润情况.....10
图表 9 我国新冠疫情已在一季度迅速得到控制.....11
图表 11 建材主要细分板块内需占比情况.....12
图表 12 春节后国家力推基建复工复产的部分举措.....13
图表 13 各省市 2020 年投资计划力度普遍大于 2019 年.....13
图表 14 水泥行业数据 4 月份显著反弹.....14
图表 15 2019 年土地购置面积出现下滑.....15
图表 16 2020 年地产板块估值位于历史低点.....15
图表 17 人均可支配收入增速已超过房价增速.....16
图表 18 首套房贷利率已开始下行.....16
图表 19 主要的竣工端建材.....16
图表 20 《意见》中与土地要素市场化改革有关的内容.....17
图表 21 《国家新型城镇化建设规划（2014-2020）》的部分目标.....17
图表 22 2020 年与 2019 年专项债发行情况对比.....18
图表 23 一种常见的 REITs 交易结构示意.....19
图表 24 西部地区主要水泥企业梳理.....20
图表 25 2015 年以来老旧小区改造的相关政策.....20
图表 26 老旧小区改造对相关建材的需求拉动测算.....21
图表 27 竣工缺口自 2019Q2 起加速修复.....22
图表 28 房屋新开工面积长期大幅高于竣工面积.....22
图表 29 我国精装房渗透率仍有较大提升空间.....23
图表 30 主要的精装修建材品种.....23
图表 31 东方雨虹营收增速显著高于新开工面积增速.....24
图表 32 三棵树营收增速显著高于竣工面积增速.....24
图表 33 碧桂园 2020 年相继与三家陶瓷龙头开展深度合作.....24
图表 34 近年来各省份熟料去产能目标（万吨）.....25
图表 35 各省市通过政策手段严控水泥产能.....26
图表 36 部分地区淘汰/关停的水泥产能统计（万吨）.....26
图表 37 2020 年以来水泥板块涨跌幅情况.....27
图表 38 受益投资计划和国家战略，需求大幅提升的地区梳理.....27
图表 39 水泥行业供需格局受政策驱动继续优化（以西部地区为代表）.....28
图表 40 玻璃库存自 Q2 起开始下降.....29
图表 41 玻璃价格自 5 月份开始回升.....29
图表 42 2020 年玻璃生产线冷修情况（截至 5 月份）.....30

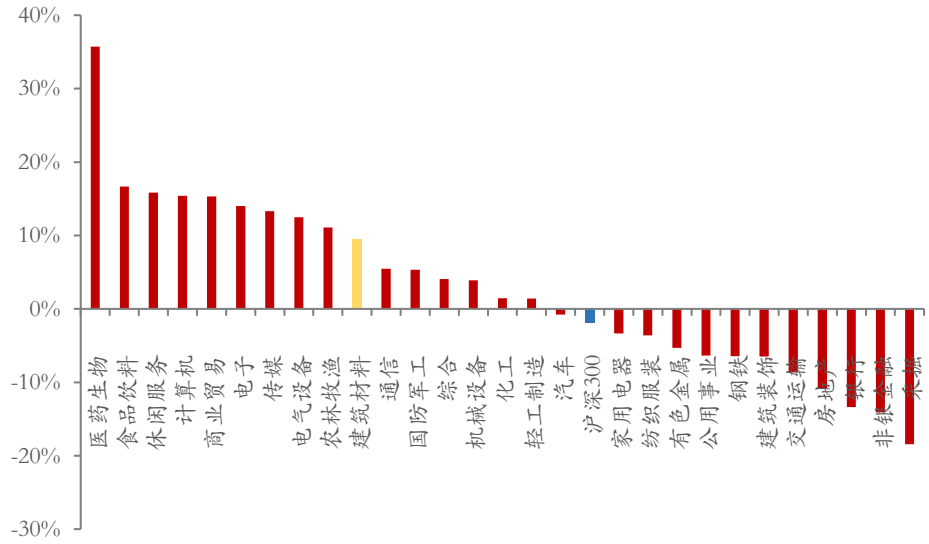
图表 43 头部地产商 2020 年竣工计划普遍高于去年 30
图表 44 纯碱价格 2020 年持续下行 31
图表 45 石油焦价格当前仍位于低点 31
图表 46 我国玻纤出口占比情况 31
图表 47 当前我国玻纤内需结构 32
图表 48 我国风电装机容量情况 32
图表 49 我国覆铜板产量情况 32
图表 50 我国新开工面积仍处于上升通道 33
图表 51 我国汽车行业处于底部反弹阶段 33
图表 52 我国玻纤月度产能（吨） 33
图表 53 2019Q2 至今我国玻纤产线变动情况 34
图表 54 无碱粗纱部分品类价格小幅抬升 34
图表 55 电子纱受需求影响，价格反弹后小幅下跌 34
图表 56 减水剂产业链示意 35
图表 57 国家关于“退城入园”的重点政策汇总 36
图表 58 2016 年-2018 年我国聚羧酸减水剂企业前 10 强（按市占率） 37

1 建材板块行情和业绩回顾

1.1 建材行业整体涨幅居前，周期与消费共振

以申万一级/二级行业指数为标准，建材板块年初以来的区间涨跌幅（2020/1/2-2020/6/17）为 9.52%，跑赢沪深 300 指数 11.45%，在 28 个申万一级行业中位列第 10，表现相对较好。

图表 1 年初至今申万一级行业指数涨跌幅情况

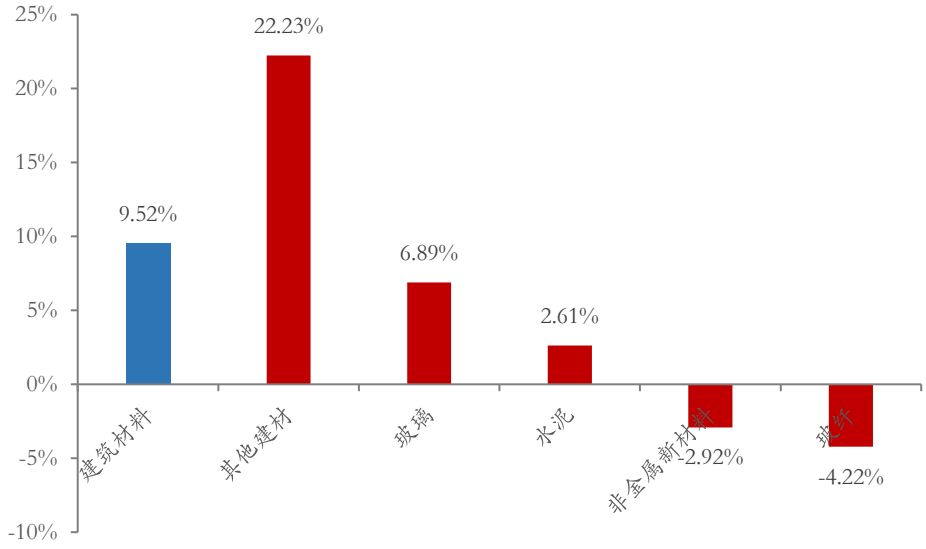


资料来源：wind，华安证券研究所

值得注意的是，年初至今周期类建材和消费类建材均有不错表现。从建材细分行业来看，表现相对较好的细分板块为其他建材（+22.23%）/玻璃（+6.89%）/水泥（+2.61%）。在其他建材中，行情主要由防水、减水剂、五金、管材拉动，相关标的受益开工端需求回暖及工程渠道优势，在疫情中展现出了较强的业绩韧性。水泥和玻璃作为典型周期性板块，行情出现交替演绎。其中水泥板块充分受益基建复工复产较早以及市场风格等因素，行情率先启动，2020/2/3-2020/5/11 区间涨幅达 27.44%；而玻璃板块于 2020Q2 迎来周期拐点，V 型反弹趋势可期，自 2020 年 4 月 2 日起至今玻璃制造（申万）指数进入上升通道。

表现相对较差的细分板块为玻纤（-4.22%）/非金属新材料（-2.92%）。其中玻纤板块在 2020Q1 受疫情影响，内外需均出现较大压力，行业供给过剩的局面未得到明显改善。进入二季度以来，行业景气度有所回暖，预计供需将在下半年加速再平衡，中高端产品价格预计将较为坚挺；非金属新材料板块标的较少且市值较低，推荐关注板块中表现相对强势、下游需求景气度高的细分行业石英材料，相关标的有菲利华、石英股份。

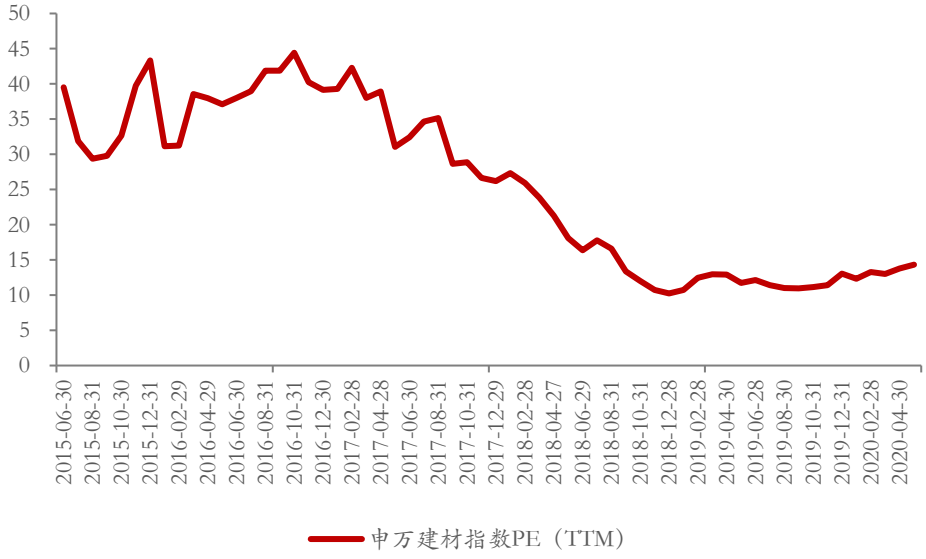
图表 2 年初至今建材各细分板块涨跌幅情况



资料来源：wind，华安证券研究所

从估值水平来看，当前建材板块整体 PE（TTM）仅 14 倍，显著低于过去 5 年 PE（TTM）中位数 27 倍，仍处于较低水平。

图表 3 当前建材板块估值处于历史较低水平



资料来源：wind，华安证券研究所

2.1 建材行业 2019 与 2020Q1 业绩综述

我们选取了 74 家主要的建材上市公司作为样本，并分为水泥、玻璃、玻纤、减水剂、消费建材和其他建材六大细分板块。

图表 4 建材行业样本公司分类及业绩情况

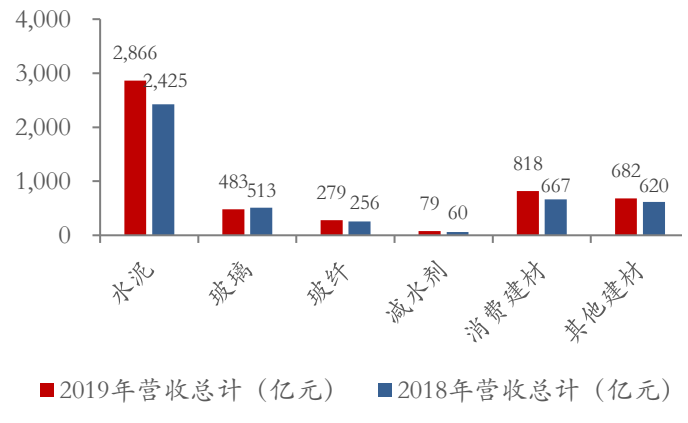
细分行业			2019A 营业收入	yoy	归母净利润	yoy	2020Q1 营业收入	yoy	归母净利润	yoy
水泥										
	600585.SH	海螺水泥	1570.30	22.30%	335.93	12.67%	232.07	-23.91%	49.13	-19.21%
	000401.SZ	冀东水泥	345.07	11.86%	27.01	82.07%	31.00	-38.11%	-2.81	-725.68%
	000877.SZ	天山股份	96.88	22.14%	16.36	31.80%	5.35	-43.24%	-0.30	-118.16%
	600720.SH	祁连山	69.31	20.03%	12.34	88.48%	5.76	-3.36%	0.13	-2.53%
	600801.SH	华新水泥	314.39	14.47%	63.42	22.40%	38.49	-35.59%	3.54	-64.97%
	600449.SH	宁夏建材	47.90	14.79%	7.69	79.53%	3.79	-20.29%	-0.17	-69.26%
	002233.SZ	塔牌集团	68.91	3.93%	17.33	0.60%	9.91	-28.16%	3.23	-23.95%
	000672.SZ	上峰水泥	74.12	39.73%	23.31	58.35%	10.52	-7.73%	3.36	-6.33%
	000789.SZ	万年青	113.90	11.59%	13.69	20.34%	16.71	-9.21%	2.52	15.75%
	000546.SZ	金圆股份	81.71	2.47%	5.03	34.34%	7.98	-32.14%	-0.23	-378.18%
	000935.SZ	四川双马	18.10	-6.66%	7.29	4.75%	3.29	-15.12%	1.33	-19.90%
	600678.SH	四川金顶	2.95	-30.40%	0.39	24.05%	0.40	-53.38%	0.02	-27.12%
	600802.SH	福建水泥	30.44	3.27%	4.67	38.34%	4.32	-25.21%	0.75	4.27%
	600883.SH	博闻科技	0.32	5.36%	0.07	-33.51%	0.04	-8.91%	0.04	146.06%
	600425.SH	青松建化	31.39	30.08%	2.21	-39.61%	1.67	-7.10%	-0.76	3.74%
玻璃										
	601636.SH	旗滨集团	93.06	11.07%	13.46	11.49%	12.99	-29.22%	1.61	-23.39%
	600819.SH	耀皮玻璃	45.11	16.94%	2.08	129.92%	6.50	-38.53%	-0.25	-174.66%
	000012.SZ	南玻 A	104.72	-1.30%	5.36	18.43%	17.34	-21.99%	1.11	-15.82%
	600293.SH	三峡新材	31.82	-66.23%	0.11	-95.50%	4.53	-75.13%	-2.07	-644.49%
	600586.SH	金晶科技	52.64	2.72%	0.98	25.56%	10.01	-17.13%	0.30	-52.27%
	600876.SH	洛阳玻璃	18.55	32.23%	0.54	245.15%	4.04	-7.71%	0.03	54.64%
	601865.SH	福莱特	48.07	56.89%	7.17	76.09%	12.03	29.13%	2.15	97.01%
	002163.SZ	中航三鑫	47.04	-1.53%	0.51	56.89%	8.64	-3.09%	0.07	-119.49%
	300093.SZ	金刚玻璃	6.13	-16.93%	-0.88	-797.37%	0.37	-71.97%	-0.19	-2259.96%
	300160.SZ	秀强股份	12.69	-9.40%	1.25	-153.57%	2.71	-18.91%	0.33	11.08%
	002613.SZ	北玻股份	10.95	7.81%	0.27	-28.51%	1.52	-26.24%	0.05	-134.80%
	002623.SZ	亚玛顿	11.84	-22.61%	-0.97	-222.49%	2.93	54.28%	0.13	-162.97%
玻纤										
	600176.SH	中国巨石	104.93	4.59%	21.29	-10.32%	24.42	-2.17%	3.10	-37.95%
	002080.SZ	中材科技	135.90	18.73%	13.80	47.73%	28.89	8.80%	2.42	12.41%
	300196.SZ	长海股份	22.10	0.54%	2.89	10.03%	3.96	-23.77%	0.56	1.87%
	603256.SH	宏和科技	6.63	-19.89%	1.04	-38.60%	1.48	-10.16%	0.28	-7.66%
	002201.SZ	九鼎新材	9.84	-8.10%	0.28	50.62%	1.83	-19.64%	0.02	-27.99%
减水剂										
	603916.SH	苏博特	33.07	42.78%	3.54	32.01%	4.25	-9.03%	0.49	1.19%
	002398.SZ	垒知集团	33.94	24.96%	4.02	61.54%	4.53	-25.21%	0.53	-40.80%
	002809.SZ	红墙股份	11.58	24.26%	1.28	87.65%	1.62	-10.67%	0.17	4.05%
消费建材										
防水	002271.SZ	东方雨虹	181.54	29.25%	20.66	36.98%	24.65	-8.21%	1.31	2.86%

防水	300715.SZ	凯伦股份	11.65	88.11%	1.35	108.05%	2.45	50.49%	0.27	56.21%
防水	300737.SZ	科顺股份	46.52	50.22%	3.63	96.13%	8.09	24.47%	0.29	-29.97%
管材	002372.SZ	伟星新材	46.64	2.07%	9.83	0.50%	5.64	-27.88%	0.86	-33.84%
管材	002641.SZ	永高股份	62.91	17.50%	5.14	109.96%	8.47	-28.74%	0.38	-34.90%
管材	300599.SZ	雄塑科技	20.21	7.91%	2.34	14.63%	3.13	-26.14%	0.30	-46.99%
陶瓷	002918.SZ	蒙娜丽莎	38.04	18.57%	4.33	19.42%	4.85	-19.75%	0.40	-25.64%
陶瓷	002798.SZ	帝欧家居	55.70	29.29%	5.66	48.70%	7.93	-23.81%	0.51	-23.12%
陶瓷	603385.SH	惠达卫浴	32.10	10.70%	3.29	37.78%	4.96	-24.44%	0.29	-45.72%
涂料	603737.SH	三棵树	59.72	66.64%	4.06	82.55%	4.35	-31.10%	-1.26	-6484.18%
涂料	603378.SH	亚士创能	24.25	45.89%	1.14	94.41%	2.28	-12.05%	-0.53	-386.42%
石膏板	000786.SZ	北新建材	133.23	6.03%	4.41	-82.11%	20.80	-14.29%	0.33	-89.87%
五金	002791.SZ	坚朗五金	52.55	36.37%	4.39	155.23%	8.00	-0.15%	0.08	22.78%
板材	002043.SZ	兔宝宝	46.32	7.56%	3.94	19.18%	4.75	-28.20%	-0.28	-130.70%
吊顶	002718.SZ	友邦吊顶	7.07	-2.52%	0.96	-7.60%	0.60	-46.65%	-0.21	-364.74%
其他建材										
耐火材料	002088.SZ	鲁阳节能	21.47	16.54%	3.40	10.77%	3.36	-26.45%	0.41	-43.03%
耐火材料	002066.SZ	瑞泰科技	39.00	3.01%	0.26	48.32%	8.63	-24.50%	-0.10	-236.00%
耐火材料	002225.SZ	濮耐股份	41.40	7.17%	2.52	11.93%	9.78	-11.23%	0.76	17.88%
耐火材料	002392.SZ	北京利尔	37.42	17.06%	4.16	24.87%	10.42	31.78%	0.97	21.44%
装饰材料	603038.SH	华立股份	9.10	20.70%	0.94	13.00%	1.06	-23.90%	-0.20	-277.13%
有机板	002652.SZ	扬子新材	25.73	-6.11%	-2.77	-798.88%	4.11	-11.94%	-0.11	-200.77%
板材	600321.SH	正源股份	14.11	-28.31%	0.22	-39.43%	0.84	-78.61%	-0.36	-1252.08%
塑料型材	000619.SZ	海螺型材	36.14	16.95%	0.12	19.56%	4.54	-29.25%	-0.36	160.59%
遮阳材料	300163.SZ	先锋新材	4.50	-23.30%	0.49	-124.07%	0.50	-65.75%	-0.01	-125.51%
碳纤维	300699.SZ	光威复材	17.15	25.77%	5.22	38.56%	4.88	12.31%	1.72	8.28%
微玻纤	603601.SH	再升科技	12.52	15.72%	1.71	7.54%	3.21	11.28%	0.64	33.67%
PCCP	002457.SZ	青龙管业	19.96	38.63%	1.57	112.53%	0.92	-47.95%	-0.35	-2882.49%
PCCP	603616.SH	韩建河山	9.77	-6.79%	-0.67	-619.40%	0.34	-79.71%	-0.23	-1648.20%
PCCP	002205.SZ	国统股份	8.40	6.38%	0.04	25.80%	0.15	-46.20%	-0.22	27.44%
PCCP	002671.SZ	龙泉股份	11.18	10.48%	0.07	-107.60%	0.49	-68.81%	-0.49	36.56%
幕墙	300117.SZ	嘉寓股份	34.37	-19.21%	0.26	-56.54%	2.11	-68.83%	-0.41	-333.49%
幕墙	000055.SZ	方大集团	30.06	-1.41%	3.48	-84.52%	4.14	-38.28%	0.95	35.40%
混凝土	000023.SZ	深天地 A	18.31	13.60%	0.51	93.10%	1.67	-48.20%	-0.12	-177.37%
混凝土	002302.SZ	西部建设	228.96	21.47%	6.61	117.76%	28.38	-23.87%	-1.09	153.26%
混凝土	002742.SZ	三圣股份	31.80	10.99%	1.25	12.63%	4.69	-26.06%	0.20	-43.54%
木塑材料	300374.SZ	恒通科技	9.54	23.78%	0.67	-5.01%	0.77	-46.65%	0.02	-76.42%
管材	300198.SZ	纳川股份	8.08	-28.74%	2.37	-159.73%	1.11	-46.72%	0.04	-32.43%
珠光材料	603826.SH	坤彩科技	6.17	5.15%	1.47	-18.54%	1.65	22.03%	0.35	1.20%
搪瓷	300234.SZ	开尔新材	6.85	136.66%	0.58	-180.94%	0.35	-76.29%	0.47	413.75%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所整理

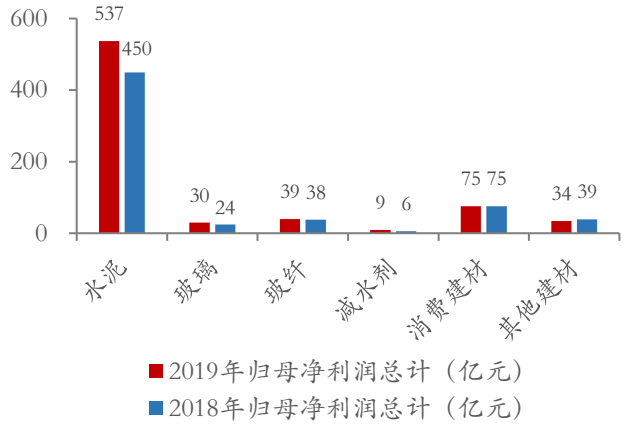
从 2019 年业绩来看，2019 年营收增长最快的板块依次为减水剂（+31.77%）、消费建材（+22.76%）、水泥（+18.19%）、其他建材（+10.05%）、玻纤（+9.25%）和玻璃（-5.96%）；归母净利润增长最快的板块依次为减水剂（+51.06%）、玻璃（+23.44%）、水泥（+19.40%）、玻纤（+4.55%）、消费建材（-0.09%）和其他建材（-11.84%）。

图表 5 各细分板块 2019 年营收情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 各细分板块 2019 年归母净利润情况



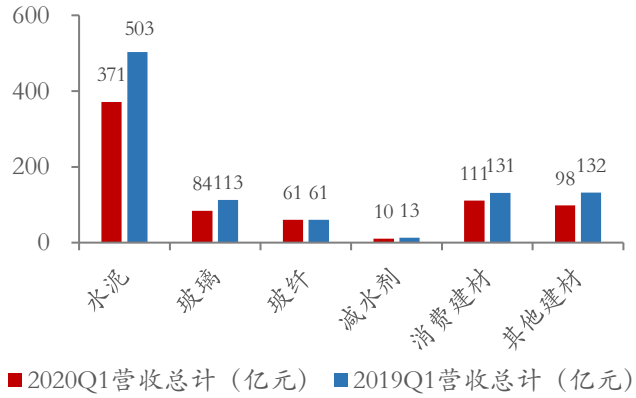
资料来源：wind，华安证券研究所

周期类建材中，2019 年水泥板块保持了较高的景气度，并且盈利能力持续增强。玻璃板块由于计入了部分深加工企业，数据未充分反映行业周期性。从主要的玻璃制造龙头旗滨集团和南玻 A 的业绩来看，2019 年玻璃行业的供需端和盈利端都在持续改善。减水剂板块表现突出，受益于行业集中度快速提升，三家减水剂龙头企业表现出成长性大于周期性的特点。

消费建材和其他建材板块由于细分领域较多，因此分化较为明显，表现较为强劲的赛道有防水、建筑涂料、陶瓷和耐火材料。

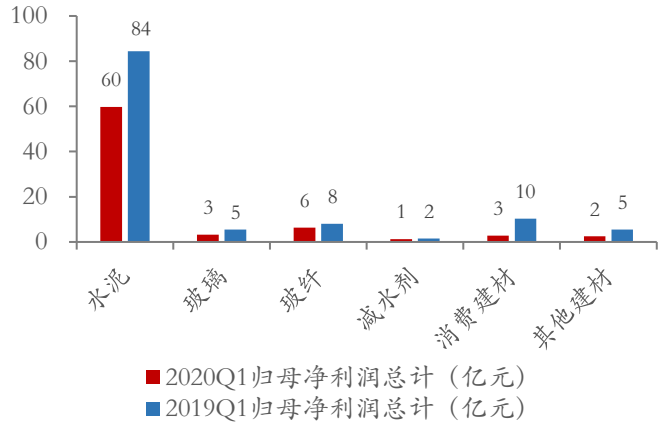
从 2020Q1 业绩来看，由于疫情影响，各版块业绩均有不同程度的下滑。一季度营收下滑幅度最小的板块依次为玻纤(-0.09%)、消费建材(-15.22%)、减水剂(-17.08%)、其他建材（-25.67%）、玻璃（-25.81%）和水泥（-26.14%）；归母净利润下滑幅度最小的板块依次为玻纤（-20.52%）、减水剂（-22.73%）、水泥（-29.15%）、玻璃（-40.19%）、其他建材（-54.38%）和消费建材（-73.42%）。

图表 7 各细分板块 2020Q1 营收情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 各细分板块 2020Q1 归母净利润情况



资料来源：wind，华安证券研究所

周期类建材中，由于 2019 年玻纤价格大多已触底，且行业龙头中国巨石成本和规模优势较明显、中材科技受新能源业务高景气度驱动，因此玻纤板块虽然需求承压，但业绩表现相对最好。减水剂行业受益主要原材料环氧乙烷价格低位运行，因此盈利下滑幅度也相对较小。水泥和玻璃板块 2020Q1 需求端承压较为明显，但水泥复苏快于玻璃。进入二季度，随着基建全面复工复产和地产数据的修复，水泥和玻璃板块开始迎来量价齐升。

从消费建材和其他建材板块来看，表现最好的仍是防水行业，由于防水受开工端回暖拉动需求以及行业集中度提升的双重因素驱动，龙头企业业绩甚至出现逆势增长。值得关注的是以 B 端为主的消费建材业绩开始与 C 端出现分化，并且我们认为该趋势在未来仍将继续演绎，零售渠道会不断被工程渠道挤压，掌握 B 端渠道优势的供应商将获得远超行业整体的业绩增速。

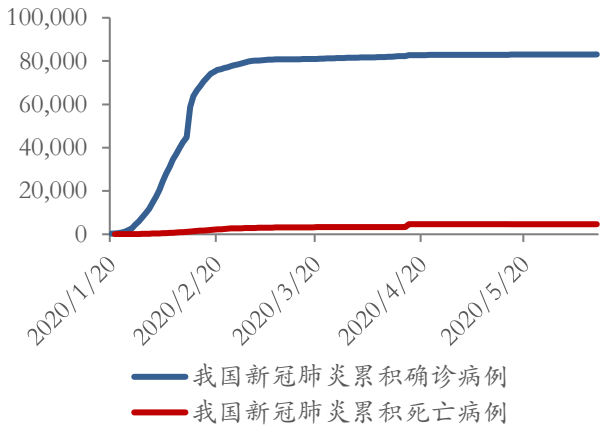
2 四大投资主线：特殊外部环境下，把握供需变化及确定性

进入 2020 年以来，建材行业面对的外部环境相对去年发生了较大的改变，其中最大的影响因素便是贯穿整个上半年的新冠疫情。始料未及的疫情对各个行业的影响不尽相同，对于建材行业来说，我们认为应是机遇大于挑战。从行业整体逻辑来看，在当前外部环境下既有“变”也有“不变”，我们认为可以总结为四大投资主线：1）把握内需板块；2）关注基建和地产的持续超预期可能性；3）政策利好对中长期需求空间的提振；4）消费建材龙头的成长性投资机会。

2.1 内需重要性进一步凸显

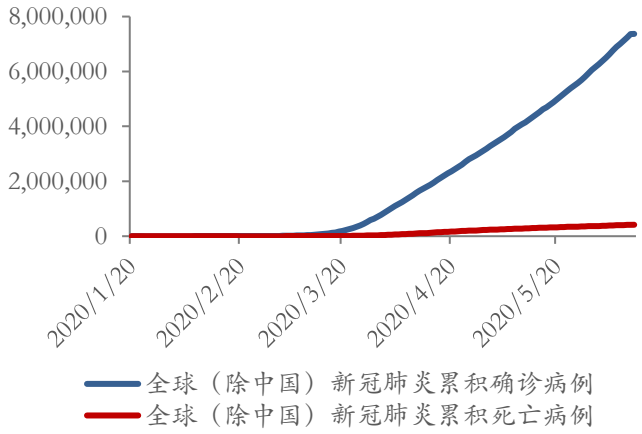
2020 年 4 月份以来，我国国内疫情防控已经取得阶段性成果，而海外疫情开始呈现加速蔓延态势。一方面海外多国的确诊和死亡病例飙升导致政府被迫采取封城等措施，致使经济停摆；另一方面包括我国在内的多国政府也开始实行入境管控，对人员、服务和商品流动进一步产生影响。

图表 9 我国新冠疫情已在一季度迅速得到控制



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 海外新冠疫情当前尚未完全得到控制



资料来源：wind，华安证券研究所

在此背景下，资本市场对欧美经济下行压力的担忧进一步增强。对于中国企业来说，疫情也会从外需和全球供应链两个维度造成较大的冲击。

根据海关总署最新公布的 5 月份进出口数据，我国出口已经连续两月实现正增长，说明随着海外加速复工复产，我国外需已经开始改善。但我们认为，出口数据改善一方面与疫情期间我国防疫物资出口的拉动作用有关，另一方面欧美发达国家在疫情尚未得到完全控制时即推动复工复产的行为，在本国尚存在较大争议，实际复工进度也因此有所延缓。而对于许多发展中国家来说，更是自一开始便缺乏有效的统计和疫情管控。因此，断言海外经济全面恢复为时尚早。相比之下，我国以基建和地产为代表的内需产业链复苏，从确定性和反弹幅度来说都有更明显的优势。

根据各方的权威预测，新冠疫苗的上市时间最早要到 2021 年。因此我们认为，外依存度高的产业链受到严重波及的主旋律在 2020 年下半年仍将持续。当前时点内需板

块在风险和确定性上的优势将进一步凸显，同时内需也将在拉动经济方面发挥比往年更大的作用。对于建材行业来说，其下游需求主要来自国内，但各细分板块内需占比仍有差别。2020H2 内需占比更高的板块将拥有更强的确定性，业绩复苏的节奏也将更快。

图表 11 建材主要细分板块内需占比情况

细分板块	内需占比（以2019年出口量计）	主要上市公司
水泥	99.6%	海螺水泥、华新水泥等
建筑涂料	99.2%	三棵树、亚士创能
防水卷材	98.3%	东方雨虹、科顺股份、凯伦股份
减水剂	98.1%	苏博特、垒知集团、红墙股份
平板玻璃	96.2%	旗滨集团、南玻A
塑料管材	96.1%	伟星新材、永高股份、雄塑科技
耐火材料	92.3%	鲁阳节能、濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技
瓷砖	90.6%	蒙娜丽莎、帝欧家居、惠达卫浴
玻纤	70.8%	中国巨石、中材科技、长海股份

资料来源：行业协会数据，华安证券研究所整理

2.2 基建与地产需求或将持续超预期

2020 年 1-5 月份，基建投资同比减少 6.3%，较前 4 月累计降幅环比缩窄 5.5 个百分点；地产开发投资 45920 亿元，同比下降 0.3%，将前 4 月累计降幅环比缩窄 3 个百分点，投资数据在二季度继续得到明显修复。

基建和地产是建材行业的主要下游需求来源，我们认为今年两大板块的景气度都具有强支撑，并在今年下半年有继续超预期的可能性。

1） 基建：需求启动早，下半年释放动力仍强

在今年一季度疫情肆虐的时期，基建就是最早实现复工复产的重点领域之一。早在春节后复工首周，国家发改委和交通部即发布重要通知，对基建类项目相关的复工情况作出指导，内容包括对于重点项目应充分保障招投标和审批工作的进度、公路水运工程力争 2 月 20 日前复工等。在疫情导致市场对今年经济形势抱有较悲观预期时，国家层面对基建领域的大力支持成为了一针强心剂。

图表 12 春节后国家力推基建复工复产的部分举措

发布单位	文件名称	主要内容
国家发改委	《关于积极应对疫情创新做好招投标工作保障经济平稳运行的通知》	1、对于疫情防控急需的应急医疗设施、隔离设施等建设项目，符合《招标投标法》第六十六条规定的，可以不进行招标，或者酌情缩短有关时限要求；2、涉及保障城市运行必需、疫情防控必需、涉及重要国计民生以及企业生产经营急需的项目，要建立“绿色通道”服务机制
交通运输部	《关于贯彻落实习近平总书记重要指示精神统筹做好疫情防控加快公路水运工程复工开工建设加大交通投资力度的通知》	1、加快公路水运工程复工，除湖北省和其他疫情防控任务较重地区外，原则上应在 2020 年 2 月 15 日前做好复工准备，力争 2 月 20 日前复工；2、加快推进交通运输支持系统建设项目复工开工；3、全面完成年度目标任务，全面推进规划项目“应开尽开、能开快开”。
中国国家铁路集团		科学有序推进铁路建设，加大川藏铁路、成渝中线高铁等重大项目前期工作力度，推动重点工程项目逐步全面复工建设

资料来源：政府部门和企业官方网站，华安证券研究所

总量上来看，今年基建创造的总需求将显著增加，且大部分将集中在下半年释放。在 2 月份中共中央政治局会议释放了稳增长的明确信号后，各地开始相继相应，仅一周内就相继推出了超过 16 万亿元的 2020 年重大项目投资计划清单。截止 2020 年 5 月份，各地总计公布的投资计划总额已超过 40 万亿元，超过了 2019 年全年公布的总额。

图表 13 各省市 2020 年投资计划力度普遍大于 2019 年

省份	2020 总投资额（亿元）	2020 计划投资（亿元）	2019 总投资额（亿元）	2019 计划投资（亿元）
北京	13000	2523	13000	2354
上海	4418	1500	1462.3	1362
天津	10025	2105	9163	1563
重庆	27200	3445	22000	3459
内蒙古	3778		3986	589
广西	19619	1675	17977	2422
宁夏	2268	510		1224
新疆	16788	2600		
西藏		1872		1933.68
安徽	13055	4500	11069.7	1333.44
福建	38400	5005	38500	4577
甘肃	9958	1779	7597	1340
广东	59000	7000	59300	6500
贵州		7262	44466	7204
海南	3772	677	5130	915
河南	33000	8372	31000	7939
河北	18833	2402	19524	2109
黑龙江	10000	2000	5428	
湖北	1728.89	339.24	12851	2066
湖南	10000	3050	9759	2573
江苏	10000	5410	5400	5330
江西	1194.53	2390.19	9807	2051
吉林	1290	246	16225	
辽宁	4715	424	28146	4499
青海	2823.6		6481	1151
山西	37879	8151	2309	

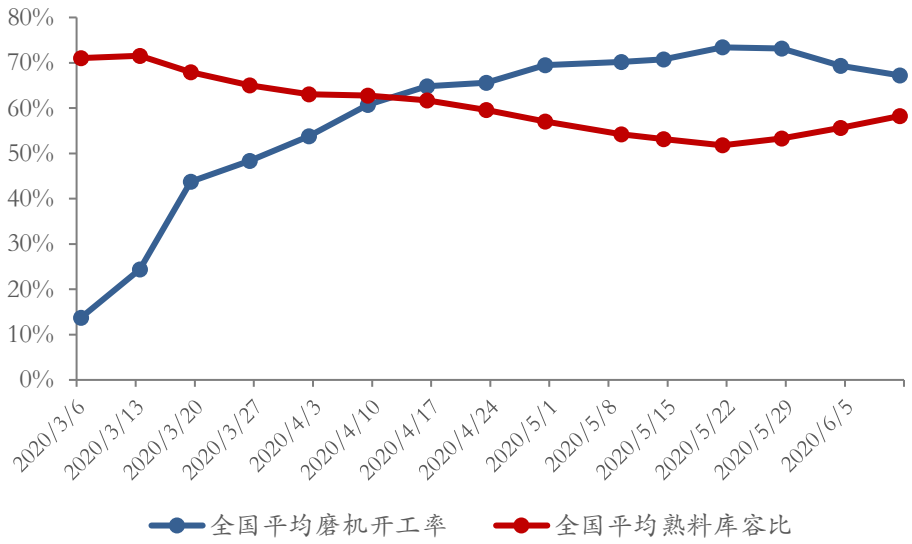
山东	2900		6310	6130
陕西	33826	5014	40164	5059
四川	44442.8	6185.4	46000	5700
云南	50000	4400	55000	5126
浙江	30489	4150	26245	3900

资料来源：政府官方网站，华安证券研究所

另外，根据 5 月 22 日公布的 2020 年政府工作报告，今年国家拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。借“新基建”的东风，“老基建”作为相关投资中真正占主要份额的板块，将得到规模、节奏上的全面提振。

我们认为，“两会”之后，伴随重点防疫地区北京下调应急相应级别并逐步全面放开，华北地区基建将实现完全复工。因此从时间节点看，2020 上半年基建的主旋律仍是复工复产，相关项目以存量为主。而在下半年，新增项目带来的需求将全面释放，并且新老项目大部分都会进入赶工节奏。需求加速释放的趋势从今年 4 月份已经初见端倪，并且通过 5 月份水泥行业的火热进一步得到印证。

图表 14 水泥行业数据 4 月份显著反弹

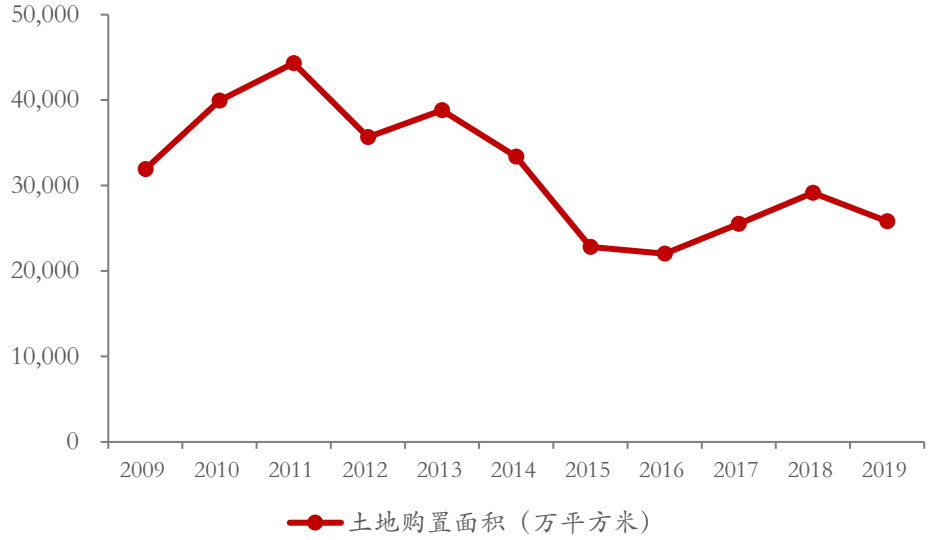


资料来源：行业协会数据，华安证券研究所

2） 地产：关注边际变化，竣工端景气度高于开工端

从政策来看，“房住不炒”仍是底线，因此地产在政策端的压力预计会维持较长的一段时间。专项债方面，国家明确 2020 年政府专项债不用于土地收储和与房地产相关的项目；在 5 月份结束的两会上，政府工作报告再次明确“房住不炒”、因城施策、促进房地产市场平稳健康发展。因此我们认为，房地产的调控今年难以放松，仅会通过因城施策等部分相关办法进行局部调整。

图表 15 2019 年土地购置面积出现下滑

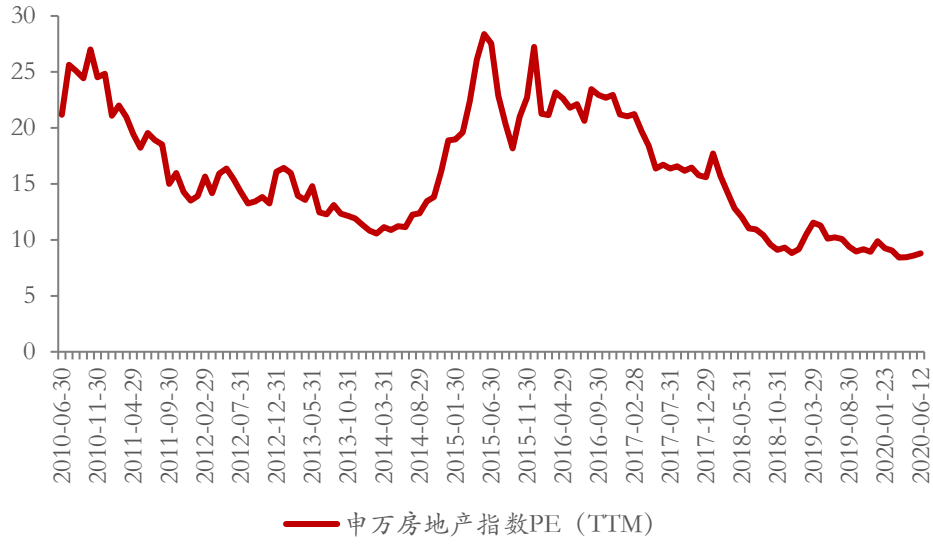


资料来源：wind，华安证券研究所整理

由于政策压力及资金压力，房企在 2019 年拿地积极性显著减弱。虽然 2019 年下半年增速有所回升，但全年土地购置面积仍出现负增长。雪上加霜的是，新冠疫情的爆发严重影响了地产行业 2020 年一季度的复工复产。根据百年建筑网的调研数据，今年一季度结束时地产项目实际复工率不足 80%；而根据国家相关部委公布的数据，此时基建项目复工率已经超过 90%。

在上述多重因素叠加影响下，市场对 2020 年地产板块的预期已经很低。

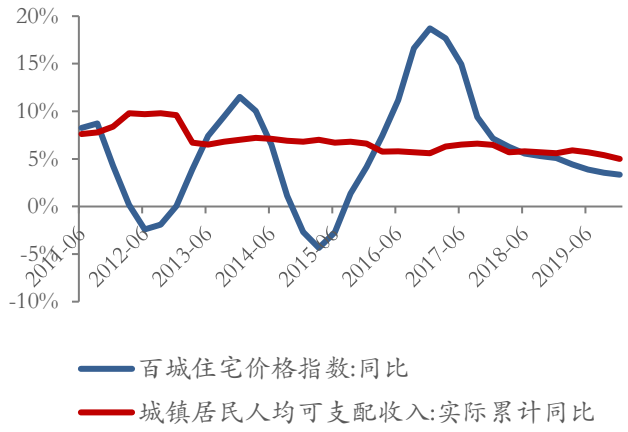
图表 16 2020 年地产板块估值位于历史低点



资料来源：wind，华安证券研究所整理

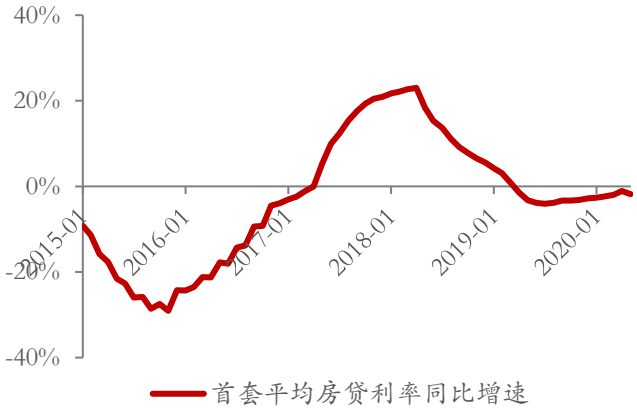
我们认为，**从总量角度来说**，我国城镇居民人均可支配收入的稳定增长与房贷利率下行将共同支撑地产需求，预期无须过分悲观；

图表 17 人均可支配收入增速已超过房价增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 首套房贷利率已开始下行



资料来源：wind，华安证券研究所

从边际角度来说，预期位于底部也使超预期的可能性大大增加。2020 年 1-5 月，地产开发投资累积 45920 亿元，同比降幅已收窄至 0.3%，5 月份单月同比增速达 8.1%；累计新开工面积 69533 万平米，同比下降 12.8%，降幅环比前 4 月缩窄 5.6 个百分点。另外，竣工面积和商品房销售面积 5 月单月增速转正，同比分别增长 6.2%和 9.7%，充分说明前期积压的需求开始释放。

因此，对于与地产相关度较大的建材品种，我们建议关注下游边际变化大于总量变化，数据超预期带来的估值修复机会是投资重点。

从细分产业链来说，**竣工端相对好于开工端。**由 2019 年土地购置面积下行带来的开工端承压是客观存在的现状，而竣工端补缺口将是贯穿未来 2-3 年的核心逻辑之一，其确定性受到外部环境的影响相对较小。

比如玻璃作为后端建材主要品种之一，在今年二季度已经迎来拐点，我们认为竣工端建材将是下半年值得提早布局的重点品种。

图表 19 主要的竣工端建材

品种	主要上市公司
玻璃	旗滨集团、南玻 A
建筑五金	坚朗五金
管材	伟星新材、永高股份、雄塑科技
石膏板	北新建材
防水涂料	东方雨虹、科顺股份、凯伦股份
建筑涂料	三棵树、亚士创能
陶瓷	蒙娜丽莎、帝欧家居、惠达卫浴

资料来源：政府官网，华安证券研究所

2.3 政策利好打开中长期需求空间

2020 年以来，国家公布了与建材行业下游需求息息相关的多项重磅政策和文件，其中一些是承接过往的相关政策，另外一些概念则是首次提出。我们认为，这些相关政策对建材行业的需求将构成长期利好，为相关领域打开了巨大的成长空间。毫无疑问，它们也成为今年乃至未来值得重点关注的行业投资主线之一。

1） **土地要素市场化改革**

4 月 9 日，《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》（下称《意见》）出台，其中针对“土地”这一重点改革的要素，提出了多项有关土地改革方向的具体

措施，包括城乡建设用地指标审批权下放到省级，建立健全城乡统一的建设用地市场，探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制等。

图表 20 《意见》中与土地要素市场化改革有关的内容

主要方向	主要细则
建立健全城乡统一的建设用地市场	制定出台农村集体经营性建设用地入市指导意见
	农村土地征收制度改革
	扩大国有土地有偿使用范围
	建立公平合理的集体经营性建设用地入市增值收益分配制度
	建立公共利益征地的相关制度
深化产业用地市场化配置改革	健全长期租赁、先租后让、弹性年期供应
	作价出资（入股）等工业用地市场供应体系
	探索增加混合产业用地供给
鼓励盘活存量建设用地	充分运用市场机制盘活存量土地和低效用地
	研究完善促进盘活存量建设用地的税费制度
	以多种方式推进国有企业存量用地盘活利用
	深化农村宅基地制度改革试点
	为乡村振兴和城乡融合发展提供土地要素保障
完善土地管理体制	实施年度建设用地总量调控制度
	建立健全城乡建设用地供应三年滚动计划
	探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制
	加强土地供应利用统计监测
	推动制定不动产登记法

资料来源：政府官网，华安证券研究所

我们认为，土地要素市场化改革是与建材行业下游需求相关度最大的举措，主要意义体现在中长期，并且对国家此前提出的《国家新型城镇化建设规划（2014-2020）》做了更为详细的补充。关于《意见》对需求空间的拉动，从量化指标来看，短期可参考《国家新型城镇化建设规划（2014-2020）》的目标，长期从土地、资金的供需两端都会形成巨大的催化作用。

图表 21 《国家新型城镇化建设规划（2014-2020）》的部分目标

主要指标	2020 年目标
常住人口城镇化率	60%
户籍人口城镇化率	45%
城镇常住人口保障性住房覆盖率	不小于 23%
百万以上人口城市公共交通占机动化出行比例	60%
城镇公共供水普及率	90%
城市社区综合服务设施覆盖率	100%
人均城市建设用地	不大于 100 平方米
城镇绿色建筑占新建建筑比例	50%
城市建成区绿地率	38.90%

资料来源：政府官网，华安证券研究所

2） **专项债：额度不断加码，重点投向基建领域**

我国基建项目的资金来源主要可以分为财政预算、自筹资金、银行贷款、外资等

渠道，其中自筹资金是占比最大的部分，而专项债又是自筹资金的主要组成部分。因此，专项债一直以来是基建项目最重要的资金来源和驱动力之一。

从 2020 年上半年的情况来看，今年专项债体现出了规模扩大、放量提前和结构变化等特点，对于基建领域构成了显著利好。

图表 22 2020 年与 2019 年专项债发行情况对比

	2020 年	2019 年
专项债新增额度	拟安排 3.75 万亿元	2.15 万亿元
新增使用条件	提高专项债可用作项目资本金的比例	可作为项目资本金
新增支持范围	应急医疗救治设施、公共卫生设施、城市供热供气等市政设施、城镇老旧小区	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目
投向棚改和土储比例	不得用于土储，棚改预计较少	65.32%
投向基建比例	目前为 77%	34.68%

资料来源：wind，华安证券研究所

专项债额度进一步扩大。2020 年政府工作报告指出，今年国家共拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。

专项债放量时点显著提前。从发行节奏来看，今年地方专项债的发行较去年显著提速。2020Q1 全国各地发行新增专项债券的规模已占提前下达额度的 84%，发行规模较去年同期增长 63%，预计约提前 2.5 个月完成既定发行任务。截至 5 月份，第三批新增专项债限额 1 万亿元已经下达，总额度达 2.29 万亿元，超过去年全年。

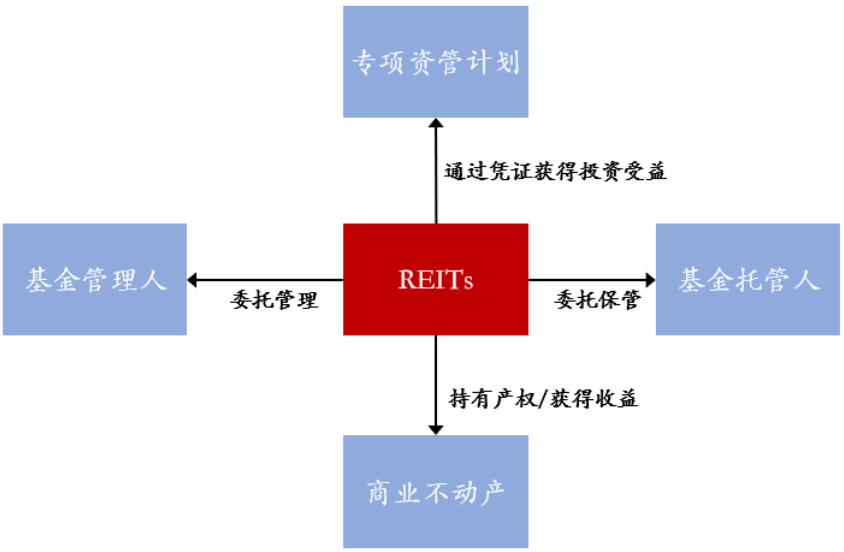
专项债投向上进一步限制地产、支持基建。今年专项债的投向占比也有较大变化。2020Q1 各地发行新增专项债券使用在项目上的是 8255 亿元，占发行额的 77%，全部用于铁路、轨道交通等交通基础设施，生态环保，农林水利，市政和产业园区等领域重大基础设施项目建设。同时，国家明确政府的专项债不用于土地收储和与房地产相关的项目。另外，应急医疗救治设施、公共卫生设施、城市供热供气等市政设施、城镇老旧小区改造四大领域首次纳入专项债的支持范围。对比 2019 年，棚改专项债发行规模为 7024 亿，土地储备专项债发行规模 6765 亿，二者合计发行 13789 亿，占同期专项债发行规模的 65%，与 2020 年专项债的预计投向相比较，结构差异巨大。虽然 2020 年专项债纳入了旧改，但该领域涉及的资金规模预计远小于棚改。因此，今年专项债中基建投资将是当之无愧的核心，并且新增的四大专项债支持领域中三项为基建相关，进一步打开了未来基建的需求空间。

3） **REITs 试点：从资金端盘活基建项目**

2020 年 4 月 30 日，证监会、发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（下称“《通知》”），同时，证监会就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）公开征求意见，拉开了我国在基础设施领域建设公募 REITs 市场的帷幕。

REITs 是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金。此次国家试点的基建 REITs 即是把优质基建项目进行资产证券化，一方面起到募集资金的作用，另一方面可以给持有者较好的回报。在海外发达市场，REITs 是机构投资者大类资产配置的重要选项之一。

图表 23 一种常见的 REITs 交易结构示意



资料来源：华安证券研究所整理

我们认为，国家此时推出基建 REITs 将创造多赢局面，对于地方政府和各类投资者来说都是有益的尝试。从实际作用来说，我们认为主要有两点值得关注：

为现有优质存量项目提供退出通道，有效帮助地方政府去杠杆。发行基建 REITs 将盘活存量巨大的基础设施，大大增加其所有者的现金流。而目前我国存量基建项目的所有人大部分是地方政府。新增融资在短期可以较好地降低地方政府杠杆率；

从长期来看，拓宽融资渠道，能够为未来的新项目提供增量资金。目前我国的存量基础设施规模在百万亿元级别，即使只有 1%进入 REITs，涉及的资金规模也将超过万亿元。

根据《通知》，基础设施 REITs 试点项目要求中有三个“聚焦”，或将成为本轮值得重点关注的投资方向：

聚焦重点区域：京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区；

聚焦重点行业：基建补短板行业（仓储物流、交通设施、市政工程、环保项目）、新基建、国家战略性新兴产业集群等；

聚焦优质项目：满足项目权属清晰、收益稳定且具增长潜力、经营模式和内控制度健全三个条件的基建项目。

4） **西部大开发：全面释放西部地区长期需求空间**

2020 年 5 月 17 日国家发布了《中共中央、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》（下称“《意见》”），明确了西部大开发的总体要求，全方位对西部地区加大了政策支持力度。我们认为，该政策将从中长期全面打开西部地区的下游需求空间，利好以水泥为主的前端建材。

明确了西部地区发展进程的时间轴，为长期需求空间提供确定性。根据《意见》指出“……确保到 2020 年西部地区生态环境、营商环境、开放环境、创新环境明显改善，与全国一道全面建成小康社会；到 2035 年，西部地区基本实现社会主义现代化，基本公共服务、基础设施通达程度、人民生活水平与东部地区大体相当……”，未来 15 年的规划目标已经明确，且**公共服务**和**基建**两大领域被重点提及。

政策支持全面加码，力度前所未有。《意见》指出，将对西部地区不同地域实施因地制宜的分类考核，并从财税、金融、产业、用地、人才、帮扶六大方向给予政策支

持。其中产业政策支持（完善产业转移引导、鼓励新设企业等）和用地政策支持（新增建设用地指标、资源倾斜保障项目用地等）将进一步放开土地供给，增加基建和地产投资需求；而财税政策支持（加大资金分配系数、提高补助标准或降低地方财政投入比例等）和金融政策支持（加大对西部地区小微企业融资支持力度、增加绿色金融供给等）则从资金端为后续投资提供保障。

水泥是优先受益板块，关注基建+地产产业链。目前西北地区水泥市场正处于供需格局逐步优化的时期，《意见》将从供需两端进一步强化地区水泥行业的景气度。在西北地区中长期水泥需求扩张确定性较大的背景下，《意见》同时明确了“坚持以供给侧结构性改革为主线”，因此供给端同步扩张的可能性很小，相关地区水泥市场的供需格局将进一步优化。西北地区主要水泥、混凝土企业有望优先受益，同时以基建类为主的建材需求空间全面打开，也将带动相关开工端和竣工端建材同步受益。

图表 24 西部地区主要水泥企业梳理

区域	所辖省份	优势企业
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	中国建材（新疆天山、甘肃祁连山、宁夏建材集团、中材水泥）、海螺水泥、西部水泥（尧柏水泥）、金隅股份（冀东水泥）
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	中国建材（西南水泥）、海螺水泥、四川峨胜、拉法基豪瑞、四川双马、台泥国际、昆钢水泥、红狮集团、东方希望、华新水泥

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

5） **旧改：接棒棚改，2020 年是全面推行元年**

国务院联防联控机制于 2020 年 4 月 3 日举行的新闻发布会上，在专项债方面首次提出将旧改纳入支持范围，同时指出专项债不用于土储和地产项目；在 5 月份两会发布的政府工作报告中，国家进一步明确了新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个的目标。我们认为今年以来旧改领域释放的信号表明，2020 年将是旧改全面起步，正式接力棚改的元年。

图表 25 2015 年以来老旧小区改造的相关政策

时间	相关来源	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；有序推进老旧住宅小区综合整治，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	为更好地推进老旧小区改造，在 15 个城市开展老旧小区改造试点，目的是探索城市老旧小区改造的新模式，为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验
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，形成了一批可复制可推广的经验
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：1、全面摸排；2、因地制宜；3、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：政府官网，华安证券研究所

在政策支持力度加强和各级政府全面推动下，今年旧改领域需求将全面打开，资金端也会得到全面改善。我们认为，从相关建材需求来看，主要受益的有 4 大板块：水泥、防水材料、建筑涂料、管材。结合北京市发布的《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017)，我们测算此轮旧改可拉动的**防水材料需求近 3000 亿元、管材需求超过 2000 亿元、水泥需求超过 4000 亿元。**此需求空间只考虑了基本的旧改工程，如果纳入全部旧改项目，则需求拉动力度会更大。

我们测算的关键假设如下：

1. 旧改总面积按国家公布的 40 亿平米待改造面积计算；
2. 多层住宅占比为 80%，高层住宅/高层塔式住宅占比为 20%；
3. 只考虑基本必做的改造项目，采暖、加装电梯等非全覆盖的改造项目暂不纳入测算；
4. 工程耗材中每方混凝土按 300 公斤水泥进行折算；
5. 装饰类建筑涂料未纳入测算，但我们认为其在住户后续的翻新中仍有巨大的需求空间。

图表 26 老旧小区改造对相关建材的需求拉动测算

改造项目	相关材料	每平米消耗量	单价	对应需求
多层住宅抗震加固工程	防水涂料	0.745kg	5 元/kg	119 亿元
	水泥	166.08kg	0.5 元/kg	2657 亿元
多层住宅节能改造工程	防水涂料（含砂浆）	0.757kg	5 元/kg	121 亿元
	防水卷材	1.013m2	20 元/m^2	871 亿元
多层住宅平改坡工程	防水涂料	0.554kg	5 元/kg	89 亿元
	水泥	20.7kg	0.5 元/kg	331 亿元
多层住宅屋面板更换工程	防水卷材	2.715m2	20 元/m^2	1738 亿元
	水泥	69kg	0.5 元/kg	1104 亿元
高层住宅节能改造工程	防水卷材	0.044m2	20 元/m^2	28 亿元
	防水涂料	0.718kg	5 元/kg	29 亿元
多层住宅给排水系统改造工程	塑料管材	0.64m	10 元/m	205 亿元
高层住宅给排水系统改造工程	塑料管材	0.263m	10 元/m	21 亿元
小区热力外线更换工程	塑料管材	2.31m	10 元/m	924 亿元
小区污水外线更换工程	塑料管材	1.025m	10 元/m	410 亿元
小区污水、雨水合槽外线更换工程	塑料管材	1.906m	10 元/m	762 亿元
总计需求空间（亿元）				
防水卷材				2637
防水涂料				358
塑料管材				2322
水泥				4092

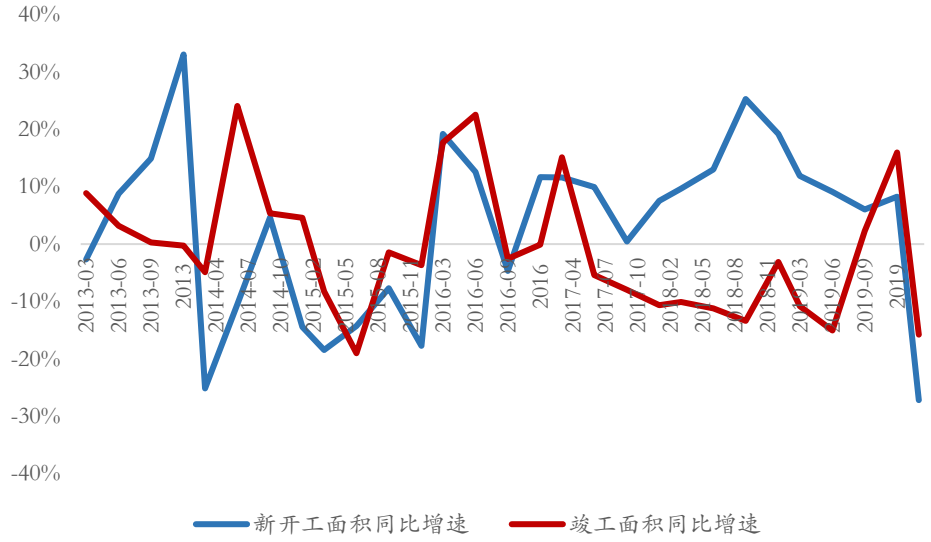
资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017)，华安证券研究所

2.4 消费建材龙头的业绩加速期已至

1） 竣工产业链是贯穿 2-3 年的逻辑主线之一

自 2015 年以来，我国房屋新开工面积自底部逐年回升，2015-2019 年新开工面积复合增速超过 10%；在此背景下，受资金端等多重因素影响，2017 开始新开工面积和竣工面积的剪刀差逐渐扩大。2019Q2 开始，竣工面积增速显著回升，之前累积的竣工缺口开始加速修复。2020Q1 受到疫情影响，新开工和竣工数据双双下滑，但竣工面积下降幅度仍低于新开工面积。

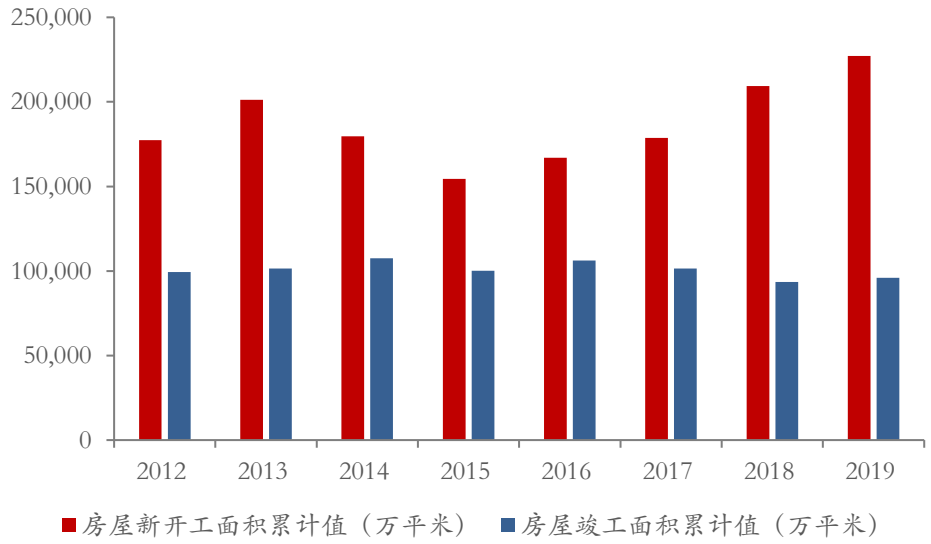
图表 27 竣工缺口自 2019Q2 起加速修复



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

我们认为，竣工缺口当前仍有较大的修复空间。一般从新开工到竣工的传导周期至少为 2-3 年，考虑到长期以来新开工面积大幅高于竣工面积的事实，以及地产销售未来可能回暖的预期（缓解房企资金压力），竣工面积保持较高增速的趋势也将维持 2-3 年以上，大量潜在竣工房屋在未来中短期内对相关上游建材供应商的业绩拉动具有很大的确定性。

图表 28 房屋新开工面积长期大幅高于竣工面积

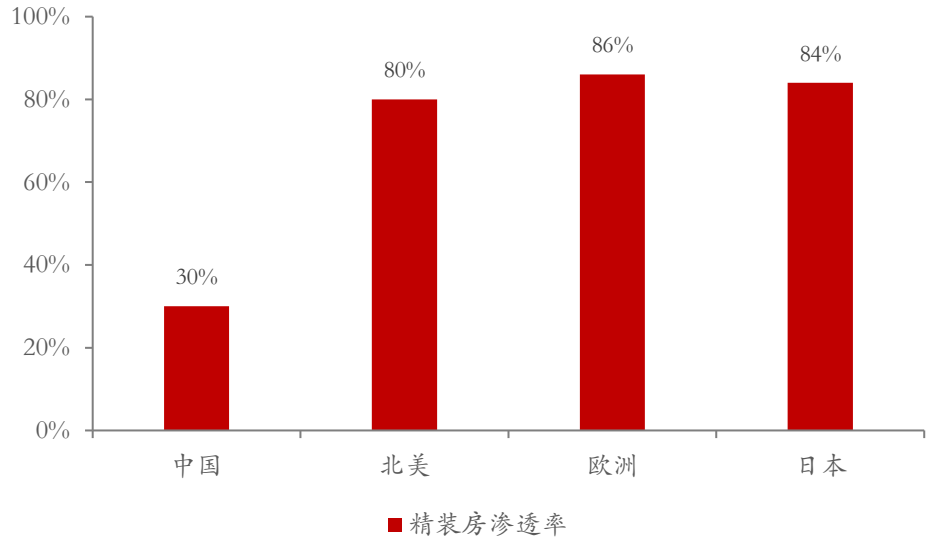


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

2） **精装房渗透率提升将深刻改变消费建材渠道**

2017 年 4 月，住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》，要求到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。事实上目前一二线城市精装房已经成为主流，2019 年全国精装房整体占比业内预计也已超过 30%，精装房的推进速度是超出预期的。对标发达国家的发展路径，精装房将在未来成为商品房的主流形式。

图表 29 我国精装房渗透率仍有较大提升空间



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

我们认为，精装房趋势会在未来深刻改变消费建材企业的渠道逻辑。具体来看，有相当一部分 C 端需求会被移至 B 端。因此，拓展精装房市场首先要求供应商有优秀的 B 端渠道能力，并且在产能规模、产品质量、配套服务方面具有比较优势。因此本质上精装房渗透率提升将推动消费建材企业进入龙头公司最擅长的赛道，进一步加速落后企业的淘汰。

图表 30 主要的精装修建材品种

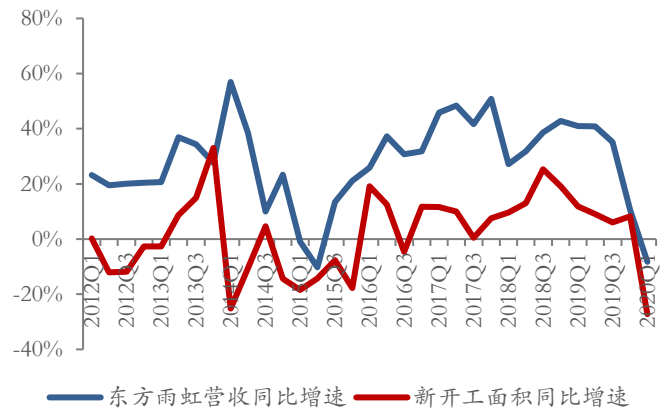
品种	主要上市公司
陶瓷	蒙娜丽莎、帝欧家居、惠达卫浴
石膏板	北新建材
吊顶	友邦吊顶
管材	伟星新材、永高股份
防水涂料	东方雨虹、科顺股份、凯伦股份
建筑涂料	三棵树、亚士创能
门窗五金	坚朗五金

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

在竣工缺口修复和精装房渗透率提升的双轮驱动下，消费建材板块有望维持较高景气度。但此轮行业红利并非雨露均沾，而是显著利好 B 端渠道较强的行业龙头。

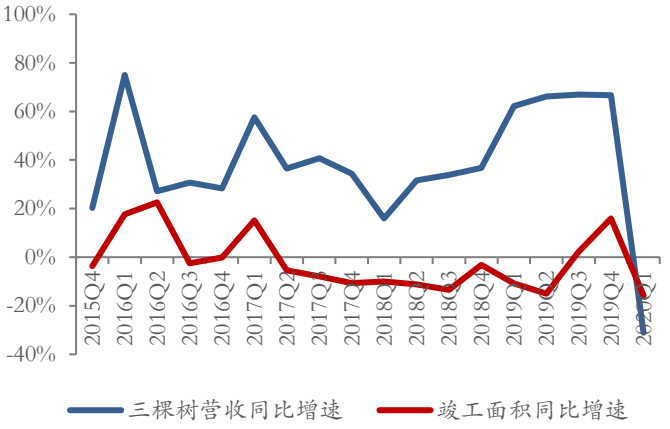
从总量角度来看，消费建材的需求总体处于稳健增长态势，且随着中长期新开工面积增速逐渐下滑，未来需求增量空间有限。因此，此轮行业景气度的提升，本质上是需求从零售渠道向工程渠道的转移。对于细分领域的龙头企业来说，其将获得显著高于行业增速的 alpha，表现为周期性弱化、成长性增强。值得说明的是，防水材料占主要营收比例的卷材虽然属于开工端建材，但由于下游战略集采趋势（同样带来 B 端因素）和行业集中度快速提升，因此工程渠道较强的龙头企业成长遵循同样的逻辑。

图表 31 东方雨虹营收增速显著高于新开工面积增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 32 三棵树营收增速显著高于竣工面积增速



资料来源：wind，华安证券研究所

从战略集采模式，我们可以管窥为何只有 B 端龙头能够充分分享此轮行业红利。随着下游房企集中度提升和精装房渗透率提升，大地产商纷纷开始实行战略集采，而这也是竣工端许多消费建材企业正在面临的销售模式改革。对开发商来说，集采能够有效降低采购成本，并通过与供应商建立起的战略合作关系获得更加完善周到的服务；而对供应商来说，对 B 端大客户的获客门槛将大幅增加，一方面客户对产品质量和综合服务能力提出更高要求，另一方面大量采购带来的垫资或回款压力也是很多中小企业无法承受的

在今年二季度，头部房企碧桂园相继入股帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴，与相应赛道的头部供应商进一步绑定了合作关系。我们认为这或许将开启地产产业链上下游强强联合的大幕。对于龙头供应商来说，与大客户的深度绑定将使其真正实现强者恒强，在消费建材 B 端渠道逐步成为主导的大背景下，规模落后的竞争对手将难以完成赶超。

图表 33 碧桂园 2020 年相继与三家陶瓷龙头开展深度合作

时间	相关公司	相关公告	主要内容
2020/4/13	帝欧家居	2020 年度非公开发行 A 股股票预案	面向碧桂园创投非公开发行股票，募集资金总额 4.99 亿元
2020/5/6	蒙娜丽莎	2020 年度非公开发行股票预案	非公开发行股票，碧桂园创投认购 4.99 亿元
2020/5/21	惠达卫浴	2020 年度非公开发行股票预案	非公开发行股票，碧桂园创投拟认购金额上限 4.15 亿元

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

总体来看，消费建材板块的高景气度之下，是各细分行业洗牌的过程。伴随龙头企业的业绩高速增长，一大批中小企业将被淘汰或整合。因此，我们认为应重点关注在优质赛道上有核心竞争力，且具备规模优势的龙头企业。

3 其他子行业分析

3.1 水泥：供需格局向好，关注独立行情

1） **供需格局持续向好，高景气度将维持**

供给侧改革是行业主旋律。化解水泥行业产能过剩问题，一直是国家供给侧改革的重要内容之一。2013 年国家已出台相关政策开始严控水泥产能增长，2014 年起我国我国主要水泥生产省份的产能已进入下行通道。

图表 34 近年来各省份熟料去产能目标（万吨）

省份	2017	2018	2019	2020	合计
河北省	370	925	1,110	1,295	3,700
山西省	360	900	1,080	1,260	3,600
内蒙古	380	950	1,140	1,330	3,800
辽宁省	230	575	690	805	2,300
吉林省	90	225	270	315	900
黑龙江	110	275	330	385	1,100
上海市	0	0	0	0	0
江苏省	67	168	201	235	670
浙江省	73	183	219	256	730
安徽省	70	175	210	245	700
福建省	0	0	0	100	100
江西省	30	75	90	105	300
山东省	140	350	420	490	1,400
河南省	210	525	630	735	2,100
湖北省	100	250	300	350	1,000
湖南省	100	250	300	350	1,000
广东省	127	318	381	445	1,270
广西区	63	158	189	221	630
海南省	0	0	0	0	0
重庆市	0	0	0	220	220
四川省	250	625	750	875	2,500
贵州省	190	475	570	665	1,900
云南省	220	550	660	770	2,200
西藏区	0	0	0	0	0
陕西省	180	450	540	630	1,800
甘肃省	60	150	180	210	600
青海省	0	0	0	150	150
宁夏区	80	200	240	280	800
新疆区	380	950	1,140	1,330	3,800
全国	**3,880**	**9,700**	**11,640**	**14,050**	**39,270**

资料来源：政府及相关部委官网，华安证券研究所

2016 年，错峰生产政策开始施行，水泥行业供给能力出现显著收紧。错峰生产发源于东北地区，当地水泥熟料企业一直以来有冬季停窑的传统。该模式的初衷是节能减排，但此后逐渐演变成为水泥行业供给侧结构性改革的重要举措之一，并由行业内的自律行动上升为国家政策。

产能置换是另外一项化解水泥产能过剩的重要措施。2015 年 4 月 20 日工信部下发了《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，此后国家对水泥行业的产能置换方案进行过数次修订补充，总体要求不断趋严。

图表 35 各省市通过政策手段严控水泥产能

地区	政策来源	主要内容
山东	《2020 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》	严格常态化执法，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出，产能过剩矛盾得到缓解，环境质量得到改善，技术水平得到提高，产业结构持续优化升级
福建	《福建省 2020 年淘汰落后产能工作方案》	对达不到强制性能耗限额标准要求的产能，限定在 6 个月内整改；确需延长整改期限的，可明确不超过 3 个月的延期申请；逾期未整改或经整改仍未达标的，将依法关停退出
浙江	《浙江省水泥工业改造提升实施意见（2018-2022 年）》	至 2022 年末，水泥工业新布局基本完成。小规模熟料生产线基本关停，产业要素得到释放，产业结构改造提升取得阶段性成果，60%以上水泥窑实现协同处置
内蒙古	内蒙古工信厅	要求 4 家传统水泥熟料企业分别与乌海及周边地区的 5 家电石渣熟料企业签订产能置换协议,涉及置换规模占到蒙西产能 20%
河南	《新乡市水泥行业转型发展行动方案(2019-2020 年)》	淘汰 2000 吨/日及以下通用水泥熟料生产线，直径 3 米及以下水泥粉磨装备
陕西	陕西省工业和信息化厅	尧柏特种水泥集团有限公司将淘汰本省自有 5 条在产的 2500t/d 水泥熟料生产线，置换一条 8333t/d 水泥熟料生产线，并计划于 2020 年底点火
新疆	新疆水泥行业取消低等级水泥实施阶梯电价政策推介会	新疆水泥企业自 2017 年 5 月 1 日起,取消 32.5 强度等级水泥。5 月 1 日以后,各企业不得再生产、销售 32.5 强度等级的通用硅酸盐水泥,施工单位不得使用 32.5 强度等级的通用硅酸盐水泥

资料来源：政府官方网站，华安证券研究所

在环保要求趋严的背景下，水泥行业大量不达标产能被关停，成为供给端收缩的又一推动力。仅在 2018 年，内蒙古就压减水泥产量 1700 万吨，四川停产水泥产能也在 1000 万吨以上；2019 年也有多个省市相继淘汰落后水泥产能。

图表 36 部分地区淘汰/关停的水泥产能统计（万吨）

省份	2019	2018
内蒙古		1700
广西		
宁夏		171
河北	352.3	313.1
湖北	208.5	
湖南		
江苏		210
辽宁		54
四川	131	超过 1000
云南	240	210
浙江	214	30

资料来源：政府及相关部委官网，华安证券研究所

目前水泥供给格局向好已经成为推动和维持行业景气度的主要因素，我们认为在 2020 年乃至中长期，供给侧改革将始终是行业主旋律，水泥行业供需格局将进一步优化。

2） **关注个别地区的独立行情**

今年以来，受市场风格影响和基建预期较好等因素推动，水泥板块实现较大涨幅。值得注意的是，板块虽以整体行情居多，但有部分个股走出了独立行情，代表着对应

地区水泥市场的积极变化。

图表 37 2020 年以来水泥板块涨跌幅情况

2 月份（2/3-2/28）		3 月份（3/2-3/31）		4 月份（4/1-4/30）		5 月份（5/6-5/29）	
申万水泥指数	10.64%	申万水泥指数	0.15%	申万水泥指数	9.43%	申万水泥指数	-5.72%
冀东水泥	**23.40%**	**宁夏建材**	**20.08%**	**上峰水泥**	**29.92%**	**博闻科技**	**12.54%**
福建水泥	**23.04%**	**万年青**	**5.29%**	**祁连山**	**26.61%**	**金圆股份**	**9.83%**
博闻科技	**17.02%**	**祁连山**	**5.25%**	**万年青**	**24.85%**	**天山股份**	**3.00%**

资料来源：wind，华安证券研究所

在水泥板块整体景气度较好的背景下，受益于针对性政策和当地供需格局变化等因素，相关地区出现的差异化投资机会也是值得关注的。我们认为主要可以关注两个维度。

基建拉动：今年疫情之下，基建产业链显示了强劲的生命力，也被视为“稳增长”的最重要驱动力之一。我们认为，即使在疫情过后，得益于国家对基建领域一直以来的重视，以及“新基建”中“老基建”投资额仍占重要比例的客观事实，基建水泥需求的拉动仍然是不可忽视的核心变量。从这个角度，我们认为应重点关注 2020 年基建投资额大幅提升的地区，以及与国家重点规划的项目或战略相关的地区。相应地区的主要水泥企业将优先受益，并且业绩在中长期均能得到有力支撑。

图表 38 受益投资计划和国家战略，需求大幅提升的地区梳理

利好因素	受益地区	备注
基建投资额提升	上海	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 2956 亿元，当年投资额较 2019 年提升 138 亿元
	重庆	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 5200 亿元
	安徽	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 1985 亿元，当年投资额较 2019 年提升 3167 亿元
	甘肃	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 2361 亿元，当年投资额较 2019 年提升 439 亿元
	江苏	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 4600 亿元
2020 年“西部大开发”	重庆	加快建设省会成为国际门户枢纽城市
	四川	
	陕西	
	云南	提高省会面向毗邻国家的次区域合作支撑能力
	广西	
	新疆	
	甘肃	
	内蒙古	
	贵州	深化国内外生态合作，推动绿色丝绸之路建设
	青海	
雄安新区建设	北京	新增需求来源：交通基建、智能城市、新基建
	河北	
	天津	
粤港澳大湾区建设	广东	新增需求来源：高端制造、重大基建项目、地产、新基建
海南自贸港建设	海南	新增需求来源：交通基建、地产、新基建

资料来源：政府官方网站，华安证券研究所

供需改善：在水泥行业整体供需格局向好的大背景下，由于各地区市场环境不同、政策实施力度不同等原因，实际改善的程度也有差异。我们认为，以西北地区为代表的一部分地区由于近年来出现的独立于整体市场的积极因素，有望从供需两侧获得比以往更大的边际改善，从更长时间维度看，甚至将重塑地区水泥市场的竞争格局。在这个过程中，地区水泥龙头的业绩弹性将充分释放，迎来投资机会。

图表 39 水泥行业供需格局受政策驱动继续优化（以西部地区为代表）

地区	政策发布年份	相关政策	主要内容
广西	2020	《印发关于严格产能管理推动水泥平板玻璃行业健康有序发展的通知（征求意见稿）》	暂停水泥行业产能置换工作，严格控制从区外购买用于新建水泥项目的置换产能,优先区内已有年产 300 万吨以上熟料产能企业（水泥集团需在广西注册子公司）
宁夏	2020	《2020 年自治区利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》	排查、确定并完成《产业结构调整指导目录(2019 年本)》中规定的淘汰类水泥产能以及列入 2019 年淘汰落后产能清单企业的退出任务
	2018	《2020 年水泥行业去产能行动计划》	截至 2020，陕西需淘汰水泥产能 1800 万吨。
广东	2018	《节能减排"十三五"规划》	全面深化工业企业节能,加快淘汰落后和过剩产能,在水泥行业深入实施去产能行动,同时,到 2020 年，水泥行业单位产品综合能耗分别在 2015 年基础上下降 3%
甘肃	2019	关于印发 2019-2020 年度水泥熟料生产企业冬季错峰生产工作方案的通知》	自 2019 年 10 月 20 日至 2020 年 3 月 31 日期间，全省所有水泥熟料生产线原则上按计划停产 90 天。
青海	2020	《关于全面取消 32.5 强度水泥的通知》	自 2020 年 1 月 31 日起，青海省内严禁生产，销售，运输、使用 32.5 强度水泥。
新疆	2016	自治区人民政府办公厅〈转发自治区经信委关于进一步促进自治区水泥行业健康发展指导意见的通知〉	1、强化能耗水平监督管理，对超标用能企业限期治理，并实施阶梯电价。 2、鼓励水泥企业走出去。鼓励优势水泥企业以多种方式“走出去”，开拓国外市场，推进国际产能合作，支持天山股份、青松建化两大上市公司境外建厂，鼓励伊犁、博州、塔城、喀什等沿边水泥企业利用区内熟料资源境外建设粉磨站。
重庆	2018	重庆市污染防治攻坚战实施方案（2018—2020 年）》，	在水泥行业实施差别化电价标准制度，实施错峰生产的水泥企业 31 家
四川	2014	四川省人民政府关于化解产能过剩矛盾促进产业结构调整的实施意见》	水泥行业产能控制在 1.5 亿吨以内,淘汰落后产能 1000 万吨,新型干法水泥占比达到 95%以上。并鼓励支持规模实力强的龙头企业跨地区、跨所有制实施兼并重组，打造 3—5 家产能上千万吨的特大型水泥企业、5—7 家产能超 500 万吨的大型水泥企业，增强企业规模实力和竞争力。

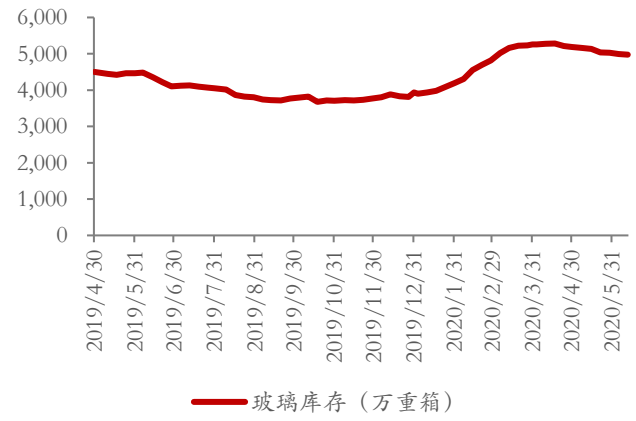
贵州	2016	关于推进供给侧结构性改革提高经济发展质量和效益的意见》	提出应大力推进工业转型升级，围绕去产能,制定“双退出”年度实施计划,淘汰一批落后产能,清理处置一批已停产半停产、连年亏损、资不抵债、靠政府补贴和银行续贷存在的“僵尸企业”。
云南	2020	《云南省打赢蓝天保卫战三年行动实施方案》	建成区及周边水泥、平板玻璃、焦化、化工、有色、钢铁等重污染企业搬迁改造或关闭退出 严格执行钢铁、水泥、平板玻璃等行业产能置换实施办法。加大落后产能淘汰和过剩产能压减力度 加强火电、钢铁、水泥、平板玻璃等重点行业脱硫、脱硝、除尘设施运行管理，确保治污设施正常运行，污染物达标排放。
西藏	2018	《西藏自治区“十二五”时期建材业发展规划》	在拉萨、日喀则、昌都等地布局新建 5 条新型干法水泥熟料生产线，共计 300 万吨产能，并逐步淘汰 133 万吨落后产能。

资料来源：政府官方网站，华安证券研究所

3.2 玻璃：拐点已至，格局优化

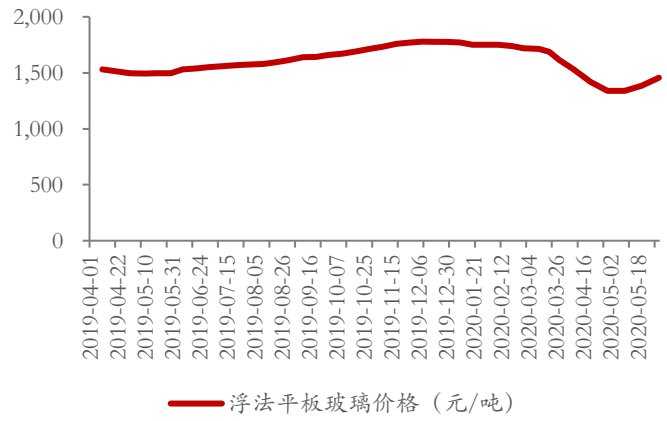
我们认为，玻璃行业当前时点已经处于底部向上通道，2020Q2 起供给端显著收缩，需求端伴随地产数据修复开始持续回暖。在供需两端推动下，行业进入加速去库存阶段，价格顺势出现底部反弹。

图表 40 玻璃库存自 Q2 起开始下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 41 玻璃价格自 5 月份开始回升



资料来源：wind，华安证券研究所

展望下半年，疫情影响逐步消除，地产竣工逻辑依然坚挺。叠加今年成本端价格处于低位的利好因素，龙头企业在价格反弹阶段有望展现高于去年的盈利弹性。供给端，受疫情影响，由于产能刚性，导致库存大量累积，4 月份行业库存屡创历史新高。在此环境下，行业内多数企业面临较大盈利压力，叠加玻璃行业一直以来的产能出清，截至 2020 年 5 月份已有 14 条玻璃产线加速进入冷修/停产，供给端开始显著收缩。

图表 42 2020 年玻璃生产线冷修情况（截至 5 月份）

生产线	地址	日熔量（吨）	时间
洛玻集团龙玻超薄线	河南	250	2020.1.2
河北迎新集团四线	河北	600	2020.1.20
江门信义三线	广东	900	2020.1.21
天津信义一线	天津	1000	2020.1.29
武汉明达一线	湖北	700	2020.2.9
江西宏宇一线	江西	700	2020.3.5
成都台玻一线	四川	700	2020.4.2
本溪玉晶三线	辽宁	900	2020.4.12
河北金仓玻璃	河北	600	2020.4.21
河北鑫磊玻璃	河北	600	2020.4.27
秦皇岛耀华宏耀二线	河北	600	2020.5.2
河北长城玻璃八线	河北	1200	2020.5.4
唐山蓝欣二线	河北	500	2020.5.20
河北海生玻璃一线	河北	600	2020.5.26
合计		9850	

资料来源：沙河玻璃网，华安证券研究所

需求端，地产复工复产晚于基建，但各项数据也已于 2020Q1 触底。进入二季度以来，地产竣工数据逐步修复，前期积压的需求开始释放。我们认为 2020 年下半年地产竣工端修复的逻辑依然坚挺，新开工向竣工的传导随着疫情影响逐步消除有望更加顺畅，需求端回暖或将加速。

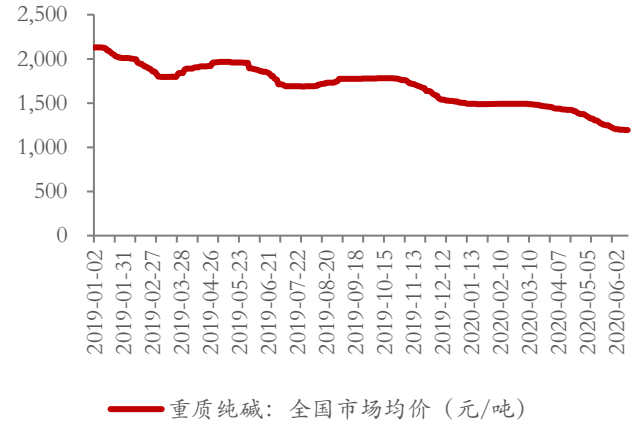
图表 43 头部地产商 2020 年竣工计划普遍高于去年

企业	2020 年计划竣工面积（万平米）	2019 年计划竣工面积（万平米）
万科 A	3319.3	3076.6
招商蛇口	1100	1000
中国海外发展	1900	1634
保利地产	3400	2750
龙湖集团	2000	1500
新城控股	3597	1881.03
金地集团	1158	876

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

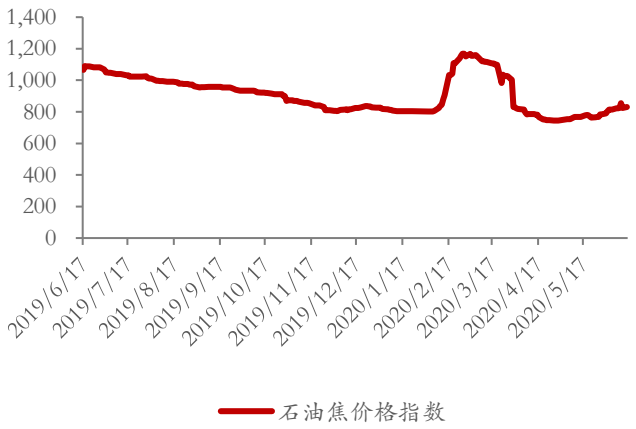
受供需两端积极因素影响，玻璃行业今年 5 月份开启复苏通道，底部反转已经确立。另外，从成本端来看，由于今年特殊的外部环境导致油价大幅下行，为玻璃行业成本价格创造了较大利好。主要原材（燃）料重油、石油焦、纯碱价格均低位运行。因此，在行业整体底部反弹的背景下，龙头企业将获得更大的盈利弹性。

图表 44 纯碱价格 2020 年持续下行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 石油焦价格当前仍位于低点



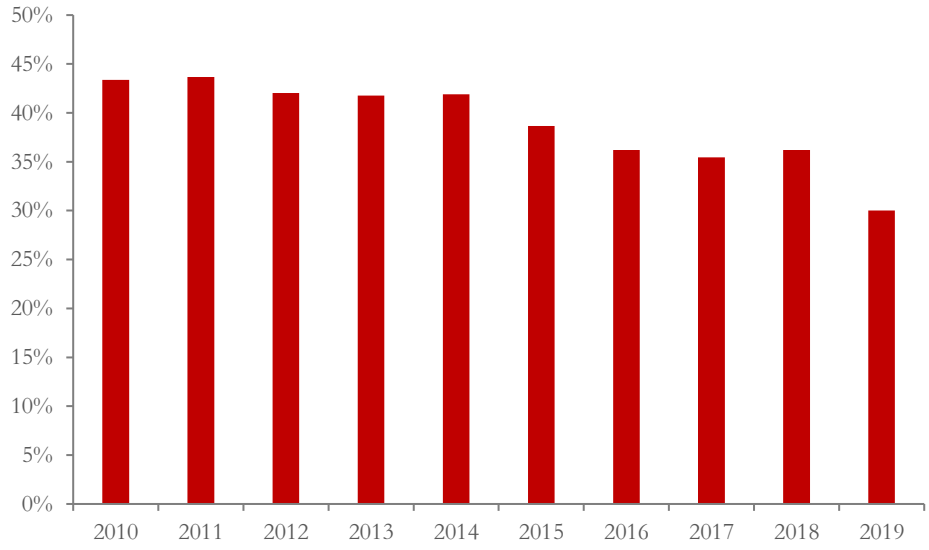
资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 玻纤：关注内需，静待供需平衡

1） 海外需求影响较大，关注内需行业景气度

我国是世界最大玻纤生产国，需求端同时受内需和外需两个维度影响。2019 年我国玻纤及制品出口量 154 万吨，占总产量约 30%，外需的影响不可忽视。2020Q1 海外疫情开始加速蔓延，预计二季度因国外主要市场经济短期停摆或受创的影响，玻纤出口承压已成定局。

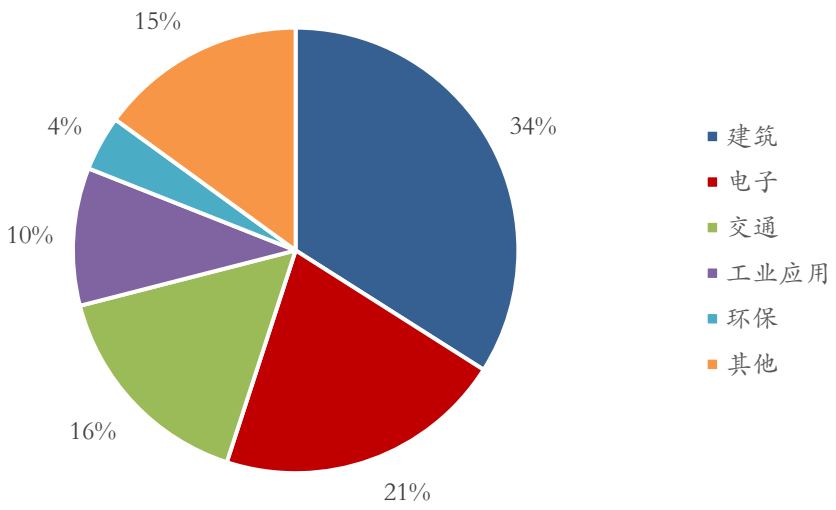
图表 46 我国玻纤出口占比情况



资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

由于海外疫情尚未出现明显拐点，我们认为疫情对各国经济的影响短期内难以完全消除，叠加国际政治环境不确定性加剧，今年下半年玻纤出口端或仍难以显著回暖。因此，占比 70%的内需将成为短期内玻纤行业需求的决定因素。

图表 47 当前我国玻纤内需结构



资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

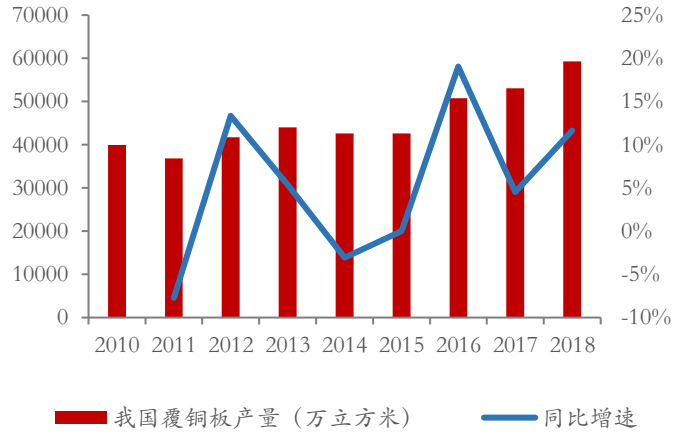
从国内主要的玻纤下游需求来看，风电处于景气度较高时期；电子自 2020Q2 以来开始明显复苏；建筑建材自地产数据回暖后，将在今年下半年维持较高景气度；汽车也正处于周期底部反弹阶段。从玻纤主要下游行业的核心需求指标来看，玻纤需求端在下半年有较强的支撑。

图表 48 我国风电装机容量情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 我国覆铜板产量情况



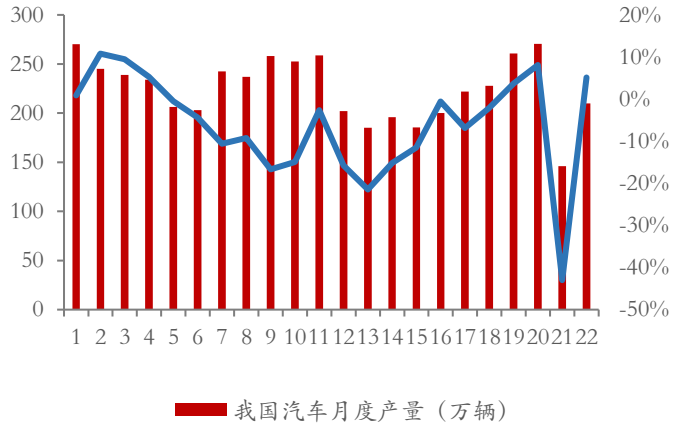
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 50 我国新开工面积仍处于上升通道



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 51 我国汽车行业处于底部反弹阶段

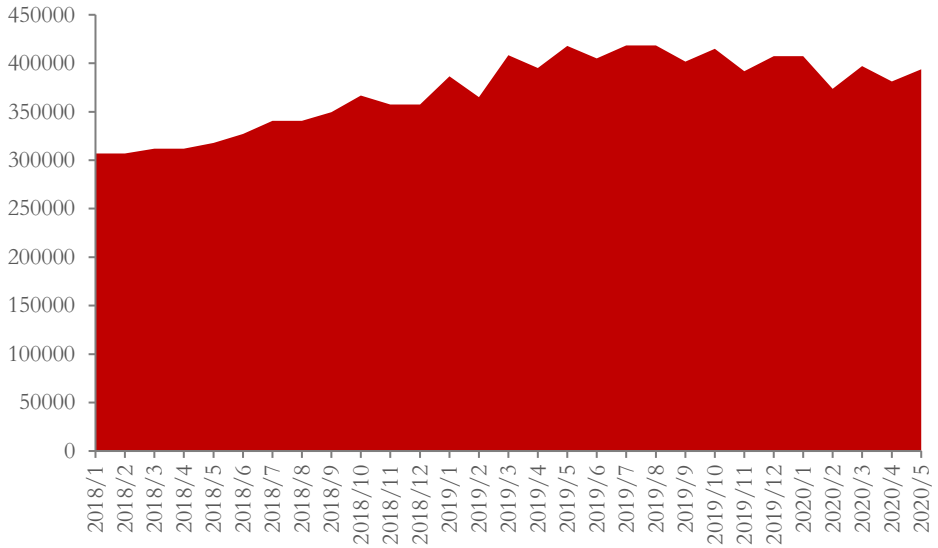


资料来源：wind，华安证券研究所

2） **H2 供需加速再平衡，龙头企业充分受益**

2018 年是我国玻纤行业产能密集投放期，至 2019Q1 月度产能增加超过 10 万吨。但从 2019、2020 年产能投放情况来看，整体产能新增已显著放缓，甚至出现月度产能的下滑。整体来说，供给端是可控的，且伴随需求回升，新增产能边际影响有限。

图表 52 我国玻纤月度产能（吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

行业供给过剩的现状有望自 2020 年下半年继续改善。受疫情影响，2020 年需求释放时点延后，相应地也会造成价格反弹节奏和幅度减弱。但我们认为随着需求端逐步回暖，且未来 2-3 年行业进入冷修高峰期进一步收紧供给，玻纤行业持续逾两年的供大于求格局仍处于再平衡的底部上升通道。2020 年 6 月 9 日，中国巨石新材料智能制造基地年产 15 万吨玻璃纤维生产线点火，比预定计划提前。我们认为该生产线提前点火也显示出行业供需格局已逐步得到改善。

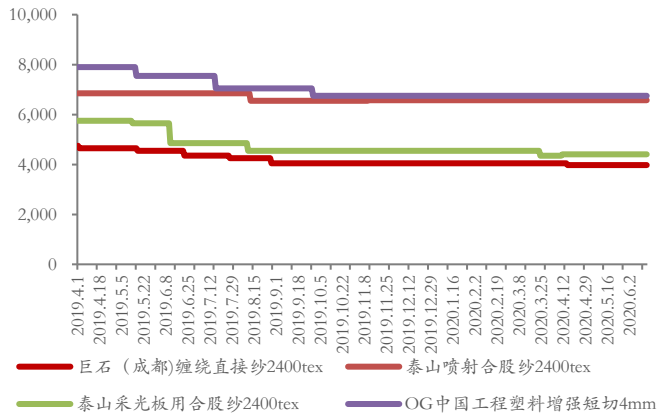
图表 53 2019Q2 至今我国玻纤产线变动情况

企业	产线名称	年产能	产品类型	备注
山东玻纤	格赛博	3 万吨	中碱纱	2019.06.26 冷修
泰山玻纤	泰安老厂基地 3 线	4 万吨	无碱粗纱	2019.08.29 停产
林州高远	5G 用高性能低介电电子纱	0.3 万吨	电子纱	2019.10.16 点火
辽宁炜盛	中碱线	7 万吨	中碱纱	2019 年 10 月下旬建成
巨石成都	103 线	9 万吨	无碱粗纱	2019.11.08 停产
泰山玻纤	泰安老厂基地 2 线	4 万吨	无碱粗纱	2019.11.10 停产
泰山玻纤	泰安老厂基地 9 线	4 万吨	无碱粗纱	2019.11.10 停产
欧文斯科宁复合材料（中国）有限公司	余杭 1 线	8 万吨	无碱粗纱	2020 年 1 月底热修，短期内产能缩减
巨石成都	101 线	6 万吨	无碱粗纱	2020.02.02 放水停产
巨石成都	102 线	8 万吨	无碱粗纱	2020.02.02 放水停产
巨石智能制造基地	TX229B 工程二线	15 万吨	无碱粗纱	2020.06.09 点火

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

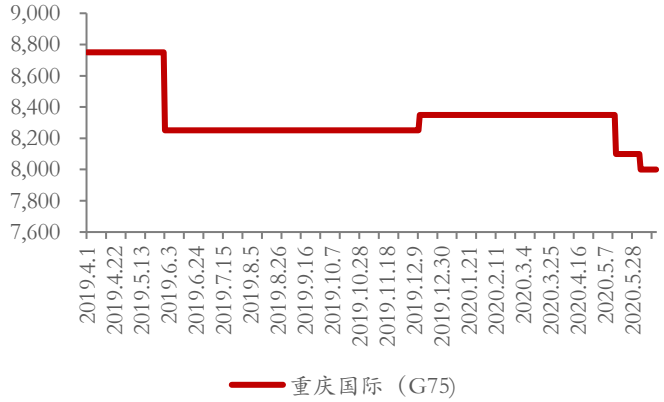
价格方面，2019Q4 起粗纱价格已经止跌，电子纱等高端产品价格开始从底部上调。2020 Q2 开始出现结构性涨价，预计高端产品和与高景气度下游相关的玻纤产品将率先提价，带动行业整体迎来价格拐点。

图表 54 无碱粗纱部分品类价格小幅抬升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 55 电子纱受需求影响，价格反弹后小幅下跌



资料来源：wind，华安证券研究所

我们认为，在行业当前所处阶段，以中国巨石为代表的龙头企业将充分受益。从结构来看，2019 年玻纤价格普遍下行，其中低端产品受冲击最为明显，高端价格相对坚挺。龙头企业高端产品占比较高，抗风险能力较强，且未来产品结构将进一步优化。另外，行业龙头多年以来已形成牢固的成本优势壁垒，在行业景气度下行的市场环境中竞争优势进一步凸显。我们认为玻纤行业此轮磨底阶段将加速行业出清，龙头企业有望充分发挥自身优势继续扩大市场份额，建议关注**中国巨石、中材科技**。

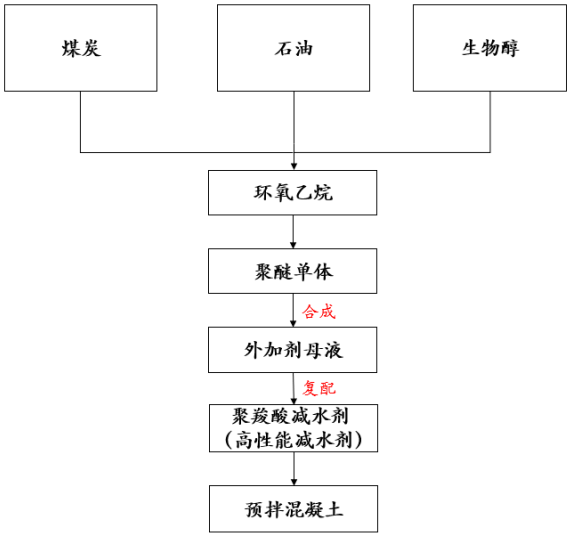
3.4 减水剂：行业二次出清，关注下游积极变化

1） **多重因素驱动行业二次出清，集中度快速提升**

根据中国混凝土网的数据以及与业内公司的交流，我们了解到，在 2015-2016 年，由于此前行业低迷期带来的影响，我国外加剂企业经历了第一次初步洗牌，中小企业大量倒闭或关停，总数由原来的 8000 家下降为目前的不足 2000 家。在这 2000 家外加剂企业中，保守估计仍有 60%-70%不具备合成能力、仅通过外购母液的方式进行简单复配后将其出售，行业内真正具备较大规模合成能力，尤其是聚羧酸减水剂母液合成

能力的企业占比不足 10%。

图表 56 减水剂产业链示意



资料来源：中国混凝土网，华安证券研究所

在行业需求显著回暖的大背景下，预计减水剂行业将迎来第二次中小企业出清时期，主要因素有三个：

1）减水剂行业账期较长，本身对企业会形成较大的资金压力，因此较高的毛利水平是支撑企业生存发展的重要因素。对于只做外购母液复配的中小企业，毛利水平仅 20%左右，在龙头企业渠道下沉且母液不降价的情况下，生存环境将进一步受到挤压。因此不具备合成能力的外加剂企业将最先被淘汰；

2）一方面国家对混凝土性能要求提高，另一方面基建重启的大背景下工程类业务增多，对减水剂定制化程度也相应提高。技术领先的减水剂产品能够做到在实现更优混凝土性能的前提下掺量更少，客户也将更加青睐此类产品。因此，具备技术优势的外加剂龙头企业将更加受益；

3）当前环保政策不断趋严，从减水剂行业来看，主要的两个生产环节合成与复配都有入园要求。对于中小外加剂企业，其生产基地严格执行了入园程序的少之又少，未来面临的只有两个结果：要么被迫关停，要么承担额外的环保成本，导致利润空间被进一步压缩。在此背景下，又会有一批中小外加剂企业选择离开这个行业。

图表 57 国家关于“退城入园”的重点政策汇总

时间	相关政策	具体内容
2011 年	《国务院关于坚持科学发展安全发展促进安全生产形势持续稳定好转的意见》	“严格危险化学品安全管理。全面开展危险化学品安全管理现状普查评估，建立危险化学品安全管理信息系统。科学规划化工园区，优化化工企业布局，严格控制城镇涉及危险化学品的建设项目。各地区要积极研究制定鼓励支持政策，加快城区高风险危险化学品生产、储存企业搬迁。”
2011 年	《关于开展化学品环境管理和危险废物专项执法检查的通知》	“加强园区管理，严格环境准入。要将化学品环境风险评估作为涉化学品建设项目环境影响评价的重要内容，严格限制高环境风险化学品的生产和使用。要积极推进化工产业园区化、专业化，现有危险化学品生产企业应逐步向符合条件的化工园区集中。自 2011 年 9 月 15 日起，各级环保部门要暂停受理在工业园区外的新建、改建、扩建危险化学品生产、储存项目（节能减排技术改造项目除外）的环境影响评价文件。”
2014 年	《国务院办公厅关于推进城区老工业区搬迁改造的指导意见》	“合理选择搬迁企业承接地。根据搬迁企业的产业类型、发展方向等条件，引导企业向具备条件的经济技术开发区、高新技术产业开发区等园区搬迁，推动产业集聚发展。冶金、化工、造纸、危险品生产和储运等环境风险较大的搬迁企业，必须迁入依法设立、环境保护基础设施齐全并经规划环境影响评价的产业园区。”
2015 年	《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》	“推动污染企业退出。城市建成区内现有钢铁、有色金属、造纸、印染、原料药制造、化工等污染较重的企业应有序搬迁改造或依法关闭。”
2016 年	《国务院关于印发土壤污染防治行动计划的通知》	“切实加大保护力度。……防控企业污染。严格控制在优先保护类耕地集中区域新建有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业企业，现有相关行业企业要采用新技术、新工艺，加快提标升级改造步伐。”
2015 年	《关于规范火电等七个行业建设项目环境影响评价文件审批的通知》	“项目原则上应布局在优化开发区和重点开发区，符合主体功能区规划、环境保护规划、石化产业发展规划、城市总体规划、土地利用规划、环境功能区划及其他相关规划要求。新建、扩建项目应位于产业园区，并符合园区规划及规划环境影响评价要求。七大重点流域干流沿岸严格控制石化项目环境风险，合理布局生产装置及危险化学品仓储设施。
2016 年	《工业和信息化部关于做好工业和信息化领域“邻避”问题防范和化解工作的通知》	“各地要科学编制产业规划，按照集群集约、绿色低碳发展原则，引导企业加大安全环保投入、保证安全环保设施稳定运行，新建、搬迁重化工业要严格限定在合规工业园区。支持垃圾资源化处理和危险化学品企业搬迁改造，鼓励存在“邻避”风险的老旧企业采取相应的退出措施。”
2016 年	《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	“产业布局趋于合理。全面启动城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园或转产关闭工作。新建炼化项目全部进入石化基地，新建化工项目全部进入化工园区，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团和化工园区。”
2016 年	《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》	“严格安全准入。建立完善涉及公众利益、影响公共安全的危险化学品重大建设项目公众参与机制。在危险化学品建设项目立项阶段，对涉及“两重点一重大”的危险化学品建设项目，实施住房城乡建设、发展改革、国土资源、工业和信息化、公安消防、环境保护、海洋、卫生、安全监管、交通运输等相关部门联合审批。督促地方严格落实禁止在化工园区外新建、扩建危险化学品生产项目的要求。鼓励各地区根据实际制定本地区危险化学品“禁限控”目录。”

资料来源：各部委官方网站，华安证券研究所整理

根据中国混凝土网统计的数据，我国聚羧酸减水剂行业 CR3 由 2016 的 8.99%提升至 2018 年的 12.50%；CR10 由 2016 年的 17.43%提升至 2018 年的 19.37%。对比 2017 年到 2018 年外加剂行业市占率前三的企业可以发现，混凝土外加剂市场显现出向龙头企业集中的态势，可以预见未来混凝土外加剂行业的集中度将持续提升。

图表 58 2016 年-2018 年我国聚羧酸减水剂企业前 10 强（按市占率）

2016 年		2017 年		2018 年	
江苏苏博特	4.36%	江苏苏博特	4.22%	江苏苏博特	5.48%
科之杰集团	2.97%	科之杰集团	3.53%	科之杰集团	5.39%
安徽中铁	1.66%	广东红墙	1.39%	广东红墙	1.63%
广东红墙	1.34%	长安育才	1.21%	贵州石博士	1.12%
华伟银凯	1.33%	安徽中铁	1.19%	长安育才	1.11%

资料来源：中国混凝土网，华安证券研究所

2） **关注下游积极变化**

我们认为减水剂行业下游已经出现一些值得关注的积极变化，龙头企业有望进一步受益。其一是大客户的集采趋势，这一点与后端建材供应商所面临的商业模式变化较为类似，但对于减水剂来说，实施集采的客户更多集中在基建领域。但无论客户类型如何，集采模式对于供应商产品性能、规模、资质等的高标准严要求都是相似的。未来在大型基建项目乃至地产项目中，中小减水剂企业的中标难度将会提升。

其二是基建领域巨大的需求空间已被打开。前文已有相关分析，基建在 2020 年的亮眼表现不仅在于一季度的率先复工，还在于外部环境变化催生的各项政策对中长期基建投资需求的促进。这些政策包括但不限于土地要素市场化改革、专项债加码、REITs 试点、旧改、西部大开发等，政策对基建的加码将在中长期持续显现积极效果，减水剂的下游需求也将得到有力支撑。

4 重点标的

4.1 海螺水泥

公司是我国水泥行业规模最大的龙头企业之一，在水泥行业整体供需向好的格局下，有望维持较高的盈利水平。同时，未来我国水泥行业集中度将进一步提升，公司有望获得更大的市场份额和更强的议价权，中长期来看量价齐升将带来新的业绩增量。

从竞争优势来看，我们认为海螺水泥的壁垒将长期保持，赋予公司更大的长期投资价值：

1） 公司成本优势和规模优势是建立在区位和市场的有利条件之上，竞争对手难以复制；

2） 水泥行业供给侧改革是行业主旋律，产能出清和不断提高的环保成本将强化海螺水泥的规模优势，追赶者实现规模超越的可能性微乎其微；

3） 水泥是进入门槛极高的行业。随着国家对矿山开采权的收紧，未来垄断石灰石矿山、低价煤炭供应等上游核心资源的龙头企业将具有特许经营属性和成本优势，使得公司高于竞争对手的利润水平能够长期维持。

4.2 中国巨石

产品结构优化叠加成本优势，市场份额预计进一步提升。2019 年玻纤行业供给过剩较为明显，价格普遍下行，其中低端产品受冲击最为明显，高端价格相对坚挺。公司风电纱、热塑纱、电子纱等高端产品占比近 70%，抗风险能力较强，且未来产品结

构将进一步优化。此外，公司多年以来已形成牢固的成本优势壁垒，吨成本、吨净利等指标大幅领先竞争对手，在行业景气度下行的市场环境中竞争优势进一步凸显。2020年起，出口退税政策调整、天然气价格下调等利好将逐步显现，叠加公司“智能制造”战略的持续推进，预计行业领先的盈利水平将持续保持。在低端市场竞争加剧、落后企业亏损幅度扩大的背景下，行业出清已经开始加速，公司是受益最为显著的玻纤企业之一，有望充分发挥自身优势继续扩大市场份额。

全球化布局有序进行，静待行业拐点来临。玻纤行业2018年产能集中增加，2019年受贸易战等因素影响需求不达预期，2020年由于疫情影响，预计需求端仍将短期承压。2019全年玻纤价格持续下行，但从四季度起供需失衡已开始逐步改善，其中粗纱价格止跌，电子纱等高端产品价格开始从底部上调。长期来看玻纤行业供给端持续改善、需求端空间广阔的向上趋势不变。公司于行业寒冬逆势进行海外扩张，美国项目已于2019Q2顺利投产，2020年起预计盈亏状况将开始改善。公司海外布局尚处起始阶段，目前已取得一定成果，我们认为外部环境变化不改公司全球化战略，看好公司充分发挥自身技术进步和成本管控优势，以不断前进的姿态迎接行业拐点的来临。

4.3 东方雨虹

公司是防水行业绝对龙头，具备伟大企业基因。公司是防水行业首家A股上市公司，2019年营收达181亿元，相较主要追赶者，在规模上具备显著领先优势，是国内防水行业的绝对龙头。2014年以来，公司两次在信用环境收紧时期通过再融资助力，进行逆周期扩张并大手笔开拓B端渠道，紧紧抓住了行业变革的机遇，在B端大客户和全国布局愈发重要的市场环境中占据了有利地位。我们认为，公司发展历程中所表现出的魄力和格局具备伟大企业潜质，成长空间远未见顶。

2020年起公司报表将迎来修复，估值提升可期。2018、2019年公司履约保证金占用的现金流规模达每年10-15亿元，叠加资本支出，对公司造成了较大资金压力。我们认为从2020年起公司报表将迎来显著修复：1）履约保证金并非双赢模式，且受政策推动，预计未来将逐步退出；2）规模带来议价能力提升，公司应付账期逐年升高；3）募投项目土地储备已近尾声，公司将进入轻资产扩张阶段，资本开支下降；4）预计债务结构将逐步优化，流动比率回升至2-3，抗风险能力显著改善。

防水主业和新业务均具备巨大成长空间。防水行业市场空间为1500-2000亿元，公司目前市场份额在10%左右，且仅2015-2018三年就实现翻倍。防水行业受多因素驱动，龙头份额加速上升，根据我们测算，未来三年公司市场份额将再次翻倍。与此同时，防水修缮服务带来的存量市场预计每年也达千亿规模，公司是该市场最早切入和实力最强的专业防水企业。另外，公司纵向横向不断拓宽自身的业务领域，从成长空间来看，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场，公司在新品类的拓展上具备良好基础，通过自身的渠道优势和综合服务实力有望迅速打开成长空间。

4.4 苏博特

全年业绩超预期，现金流持续改善。公司2019年业绩超预期，归母净利润接近业绩预告上限（+25%-35%），扣非归母净利润大增136.59%。其中2019Q4公司实现营收10.05亿元，环比增长10.30%；单季经营现金流1.67亿元，连续第四个季度现金流环比改善。分业务来看，公司外加剂主业营收同比增长28.71%，其中主打产品高性能减水剂销量99.19万吨，同比增长28.40%；功能性材料增长势头迅猛，实现销量19.96万吨，同比增长62.01%，规模已超过高效减水剂。公司外加剂业务2019年总体毛利46.12%，同比提高近10个百分点，主要受益全年环氧乙烷价格较低。公司的检测业务于2019年并表，报告期内实现营收3.11亿元，全年总计实现净利润9216.80万元，显著超过

2019 年 8400 万元的业绩承诺。

销售费用增长较快，降本增效持续推进。2019 年公司三费率有所增加，其中销售费用率 17.72%（同比+2.96%）、管理费用率 5.63%（同比-0.17%）、研发费用率 5.17%（同比+0.05%）、财务费用率 1.77%（同比+0.3%）。销售费用是增长最多的部分，主要由于公司处于业务扩张期使得运费增加较快，两个重要的影响因素是自产聚醚的额外运费以及销售团队的薪酬较高。管理费用率（不含研发费用）是三费中唯一的边际改善项，在业务高速增长时期仍保持了同比下降，体现出公司近年来对内部降本增效的大力推进。我们认为公司管理费用率对标竞争对手垒知集团和红墙股份，仍有 2-3%左右的下降空间。未来随着公司全国业务网络的铺开以及规模效应提升，销售费用率也将迎来拐点。

公司基建业务占比高，是确定性极强的优质内需标的。公司近半数营收来自于国家重点基建项目，施工进度和稳定性都将大幅好于地产项目，在特殊时期抗风险能力较强。减水剂板块是与开工端需求复苏显著相关的纯内需行业，公司作为龙头有望充分受益。

4.5 伟星新材

公司消费属性强且盈利能力优秀，享有估值溢价空间。上市以来，公司核心业绩指标均持续增长，且在行业整体增速出现大幅下降时，营收维持高速增长势头，显示出优秀的穿越周期能力。公司的特色商业模式赋予其消费股属性，目前公司占比最高且盈利能力最强的 PPR 管 90%为家装零售业务，2C 端是公司利润的核心来源；“星管家”增值服务和扁平化经销模式建立起了牢固的品牌壁垒，使公司在家装 PPR 市场中具备优秀的品牌力和定价权，可以长期维持较高的产品溢价，有力支撑高利润水平。

中西部地区业务开拓力度加大，增量空间可观。自 2012 年以来，公司在中西部布局了重庆工业园一期项目和西安工业园两大重点项目。重庆工业园一期预计已于 2017 年达产，按规划达产后年新增营业收入 2.86 亿元，从西部地区营收增长测算还有 1.5 亿左右的年营收空间没有释放；西安工业园一期 2019 年一季度投产，以两年的达产期计算，如果经营情况顺利，到 2021 年也将实现 2.8 亿元左右的新增营收规模，而按照 6-12 亿元年产值的长期规划，年新增营收规模将达 5.8-11.5 亿元。

两大因素支撑高分红率：再生产投入比例低、大股东现金需求高。公司自 2011 年以来一直保持 70%-90%的极高分红率，为股东提供丰厚回报，同时也为公司提供了高安全边际以及优秀的长期投资价值。公司所在行业整体供大于求，普遍扩产需求低；公司占比最高的 PPR 管属地化性质最弱，开拓各地区业务可充分利用现有产能，进一步减少扩充固定资产的需求；公司大股东现金需求较高，我们认为这一现状将维持，有力支撑公司的分红率。

5 风险提示

下游需求不及预期；政策实施力度不及预期；外部环境不确定性加剧。

分析师与研究助理简介

石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020 年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。