

穿越通胀迷雾

海通证券2021年中期投资策略报告会

2021 INTERIM INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO.,LTD.



证券研究报告

(优于大市, 维持)

《周期建材供需分化, 装饰建材强者恒强》

——建材行业2021年中期投资策略报告

冯晨阳 SAC执业证书编号: S0850516060004

申浩 SAC执业证书编号: S0850519060001

潘莹练 SAC执业证书编号: S0850517070010

2021年7月7日



1. 水泥：行业盈利中枢持稳，优选区域、成长性
2. 玻璃：原片供需偏紧，新应用贡献第二增长极
3. 玻纤：持续高景气驱动供需缺口收窄，产品结构优化夯实龙头优势
4. 装饰建材：集中度提升仍是主逻辑，关注成本上涨
5. 风险提示

1. 水泥：行业盈利中枢持稳，优选区域、成长性

1.1 水泥之供给：产能净增仍较少，需关注海外进口压力

- 产能净增仍较少：我们预计2021年通过产能置换净增加产能0.9%，增量有限。
- 进口持续增加：受国内外价差影响，近年来进口熟料持续增加，2021年1~4月进口熟料838万吨、同比+32%。

图1 2017年以来全国净增熟料产能及比例

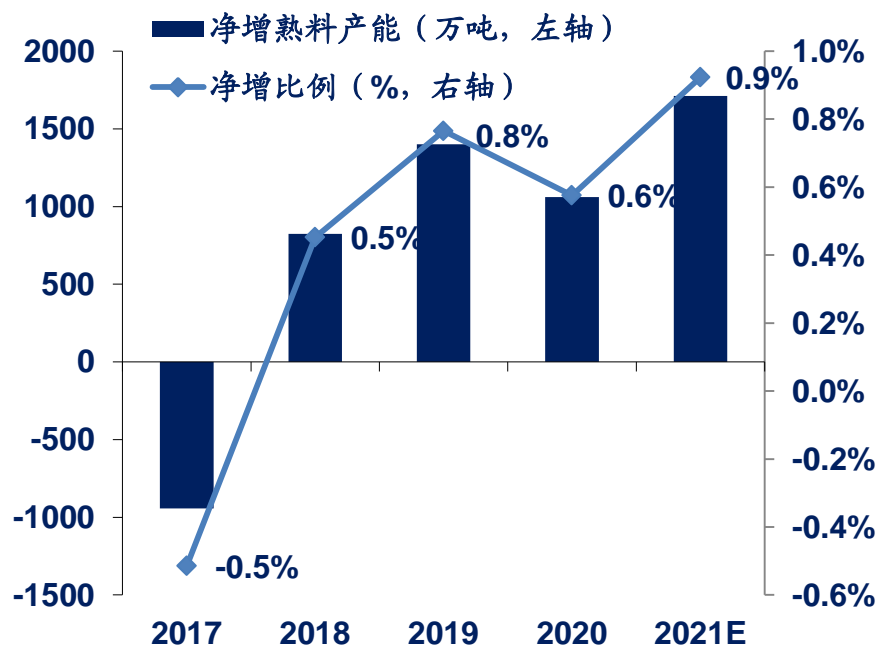
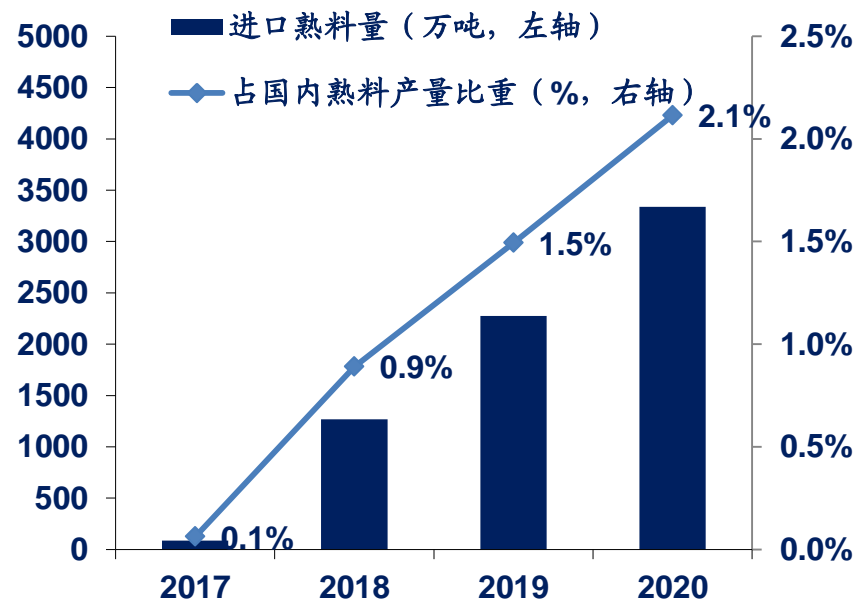


图2 2017年以来进口熟料量及占国内产量比例



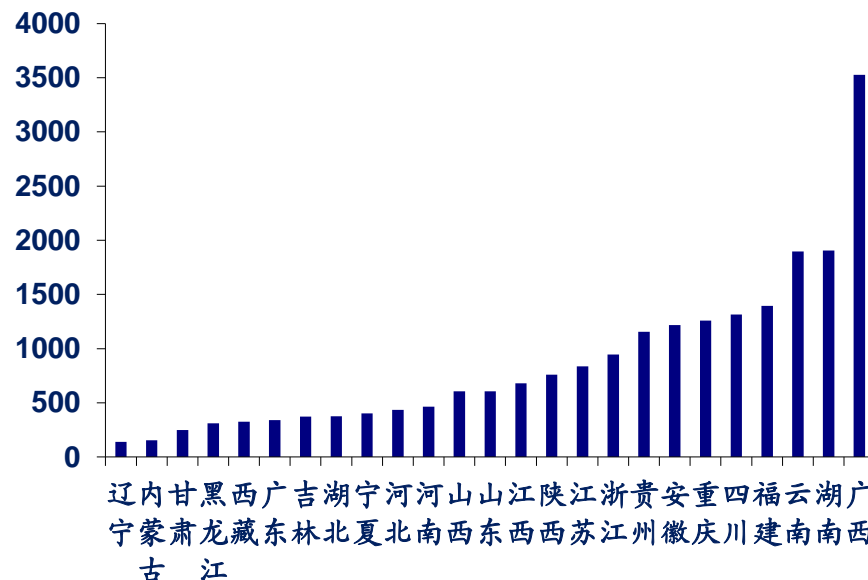
1.1 水泥之供给：产能置换政策趋于严格

- ▶ 产能置换政策趋严：2020年12月，工信部在公开征求对《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》的意见中提出在大气污染防治区域水泥产能置换比例为**2:1**，这一要求高于此前文件（《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》）要求的**1.5:1**，因此我们认为未来新建水泥产能所需要淘汰的落后产能有增加的可能性。
- ▶ 分区域来看，未来产能置换项目投放最多的是西南地区。

图3 未来西南产能置换偏多（新增占2020年末产能）



图4 已披露分省熟料置换新建熟料产能（万吨）



资料来源：数字水泥网公众号、水泥网APP公众号、各省工信厅等，海通证券研究所预测

1.2 水泥之需求：地产施工是水泥需求增长主要推力

- 根据我们测算，水泥产量累计增速和房地产建筑工程投资完成额累计增速相关系数为**78%**，显著高于新开工面积增速相关系数的**59%**，主要原因是水泥需求贯穿新开工、施工、竣工始终。
- **2021年1~4月**房地产建筑工程投资完成额较**2019年同期**复合增速为**10%**，显著高于新开工面积增速**-4%**（同口径），强于水泥产量增速（1~4月复合增速为**6%**），因此地产施工端是水泥需求增长的主要来源。我们认为施工需求表现较强源自过去积累大量已开工未完工项目，该趋势有望延续。

图5 水泥需求和房地产建筑工程增速高度相关

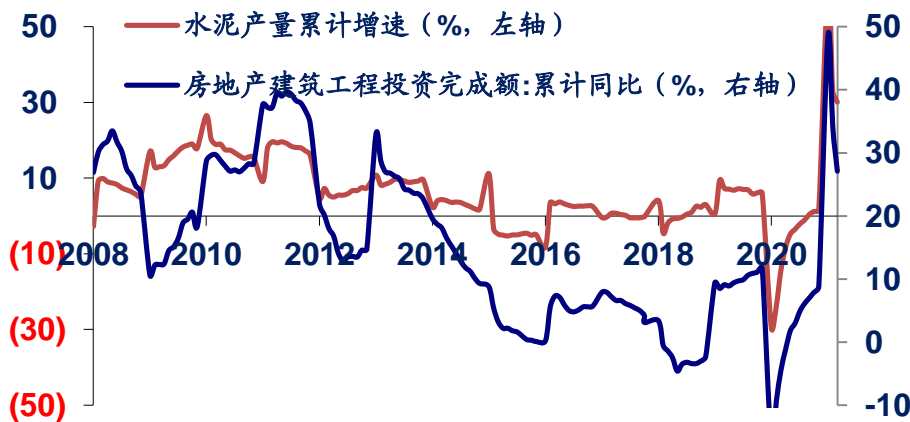
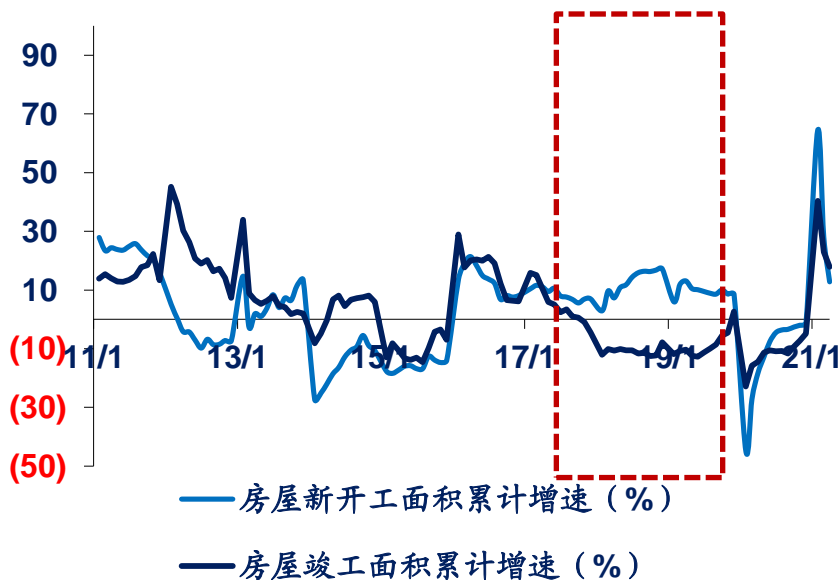


图6 地产新开工、竣工增速对比



1.2 水泥之需求：基建弱复苏，期待下半年资金面恢复

►2021年1~4月基建投资较2019年复合增速为2%，处于弱复苏状态，表现略弱于水泥产量增速，其中公路投资增速强于铁路投资增速。

基建需求：2021年地方政府专项计划发行额为3.65万亿、同比略降3%，从1~4月发行金额同比-41%来看，下半年需要加速才可完成全年目标。

图7 政府专项债发行目标和完成情况

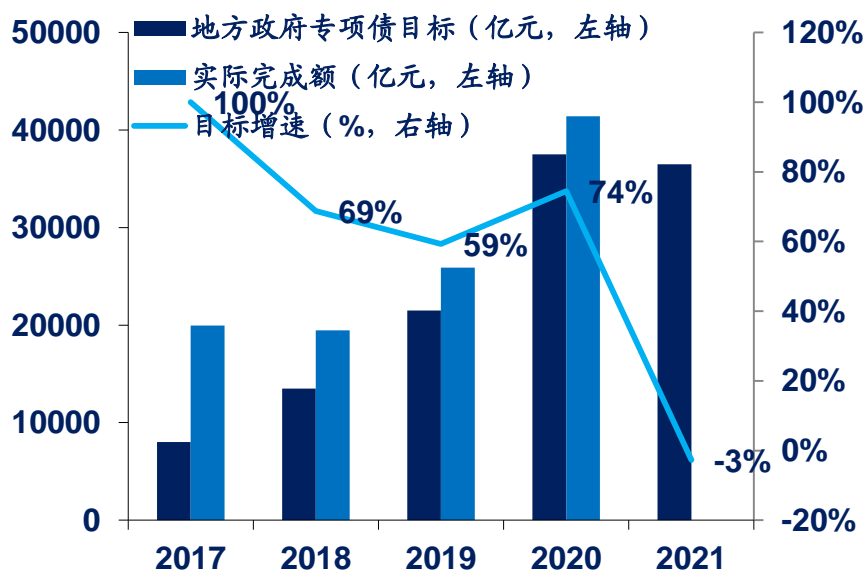
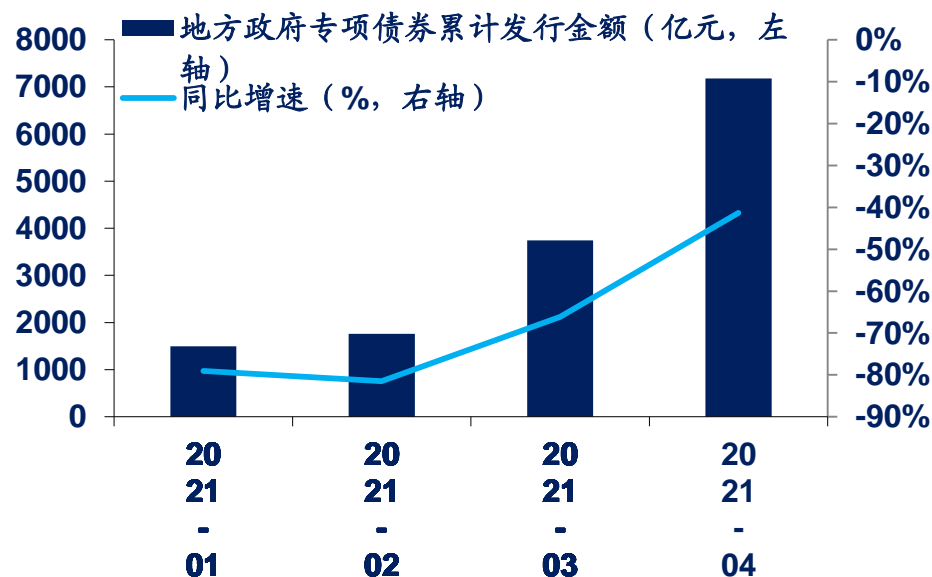


图8 2021年政府专项债券发行情况



1.3 水泥景气：价格创2013年以来同期新高

►价格表现强势：受益于需求温和增长，供给增量有限，水泥、熟料均价都已创出2013年以来同期新高。

图9 全国水泥价格走势（元/吨）

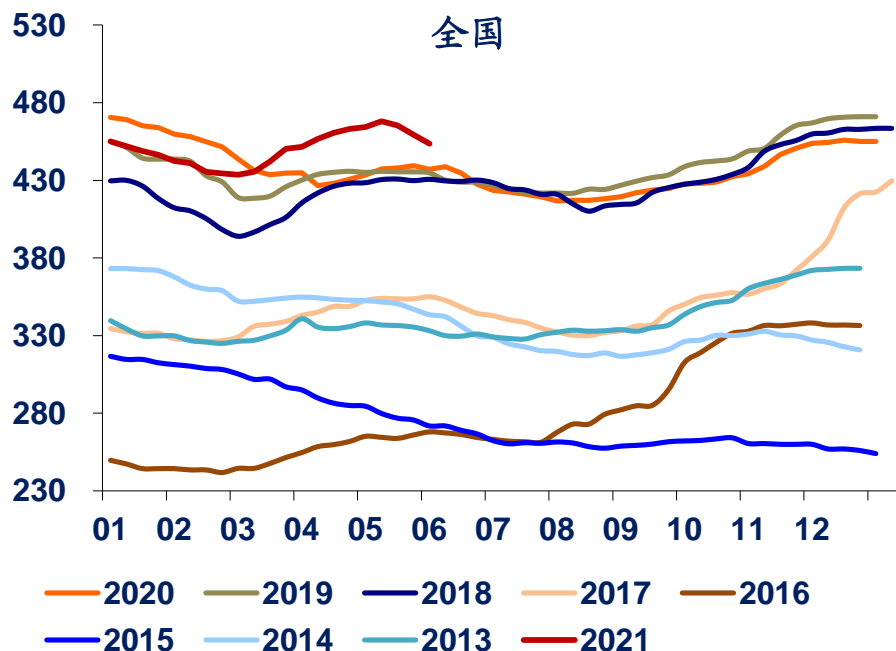
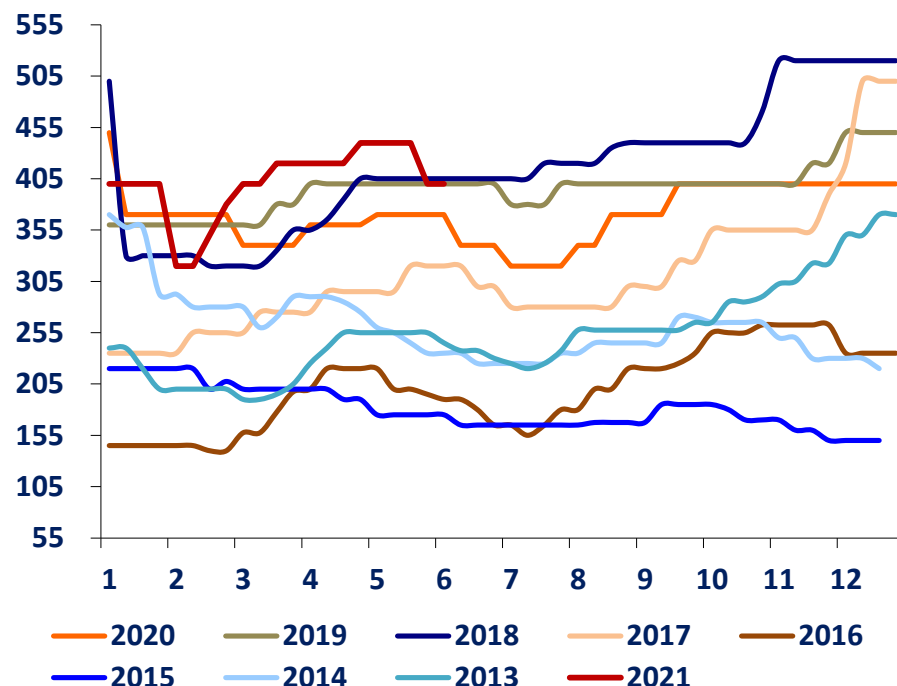


图10 沿江熟料价格走势（元/吨）



1.3 水泥景气：水泥盈利中枢高位持稳

- 水泥煤炭价格差：由于动力煤价格涨幅较大，全国水泥盈利水平仍较2020年有少量差距。从分区域来看，长三角、东北地区水泥价格涨幅显著大于其他地区。
- 景气展望：我们预计在供需变化有限的背景下，水泥价格、盈利中枢波动有限。

图11 全国水泥煤炭价格差变化（元/吨）

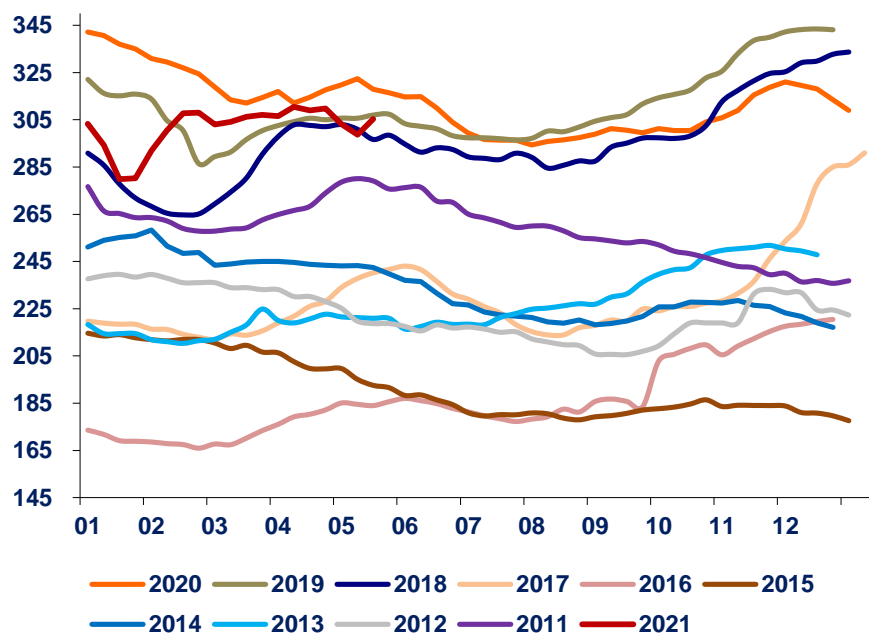


表1 全国及分区域水泥价格同比表现（元/吨）

	京津冀	长三角	两广	华中	东北	西南	西北
2021年1月	-21	-30	-49	-14	21	-29	6
2021年2月	-34	-20	-50	-16	21	-32	13
2021年3月	-38	1	-36	-19	20	-15	12
2021年4月	-20	44	18	3	43	9	12
2021年5月	5	56	17	7	72	-4	9

1.4 煤价对水泥行业的影响

- 按照吨熟料消耗标煤（7000K）为105kg，1吨熟料生产1.35吨水泥，实物动力煤（5500K）每上涨100元/吨对应水泥成本增加10元/吨（ $=100 \text{元} \times 0.105 \times 7000 / 5500 / 1.35$ ）。
- 历史上2次煤价上涨，水泥价格均可超额传导，以海螺水泥为例，2010、2017年在煤价大幅提升下，吨毛利分别同比+21元、+24元。

图12 2009、2016年动力煤涨幅较大，2010、2017年价格维持高位（元/吨）

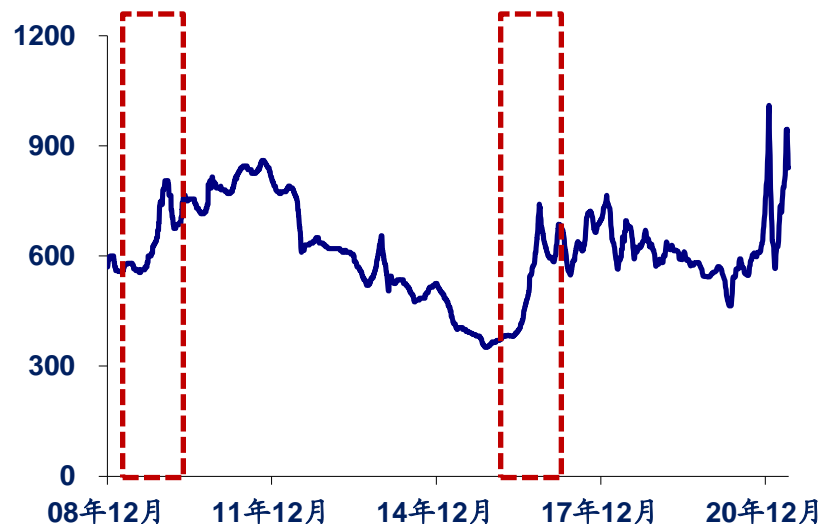


表2 海螺水泥吨价格、吨成本、吨毛利表现（元/吨）

	2009	2010	2010年同比	2016	2017	2017年同比
吨价格	209	248	40	197	251	55
吨成本	149	168	19	132	163	30
吨毛利	60	81	21	64	89	24

1.5 骨料：砂石骨料行业老树开新花

➤由于近年来政府对环保要求趋严，砂石骨料源头由早期的天然砂向机制砂转化，使得机制砂成为砂石骨料行业的朝阳产业，2009~2019年机制砂产量复合增速为10.1%，比水泥行业产量同期复合增速高6.5pct。

➤砂石骨料行业市场规模为万亿级别，与水泥行业收入规模接近，随着具备政府资源优势的央企、国企水泥企业入场，我们预计行业市场份额将逐步由中小企业转移至大型水泥企业手中，这将开启水泥企业增长的“第二春”。

图13 机制砂用量及占比持续提升

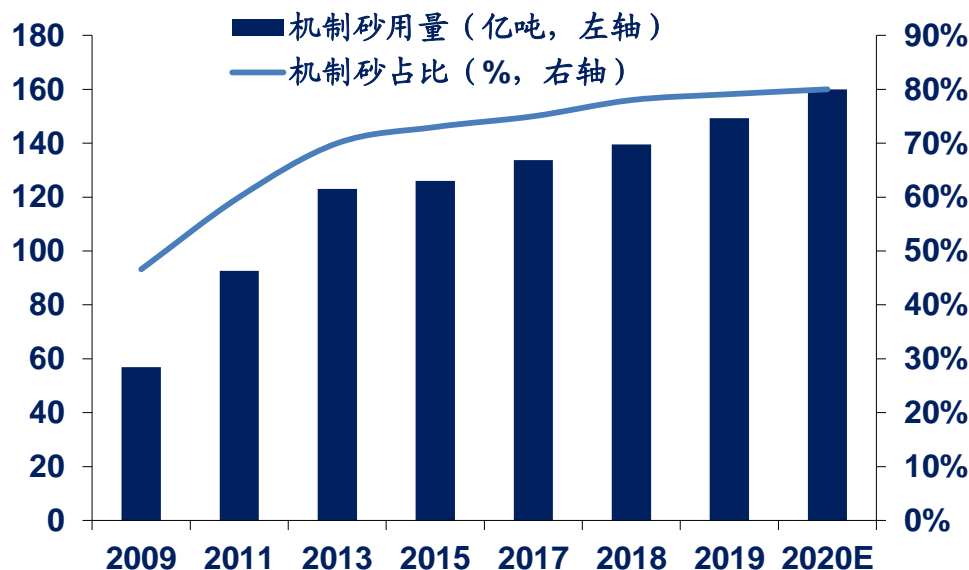
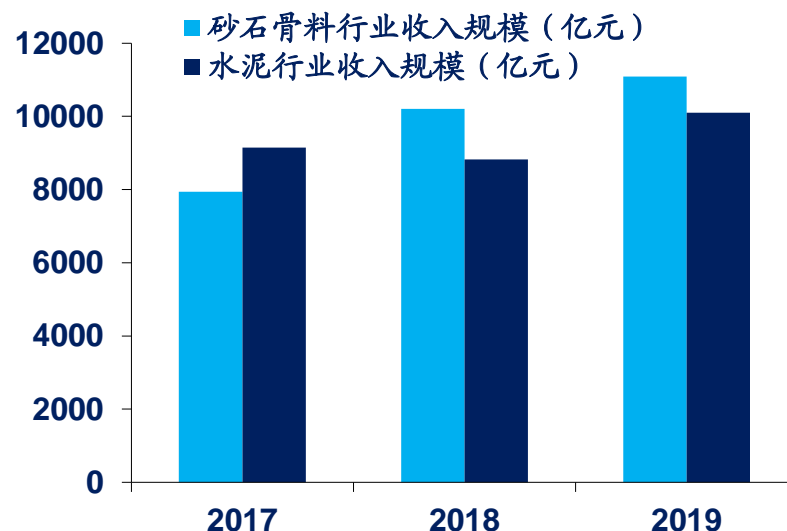


图14 砂石骨料行业收入规模与水泥行业相当



资料来源：浙矿股份招股书，工信部，中国砂石骨料网数据中心，华新水泥历年年报，海通证券研究所

1.5 骨料：骨料将成为水泥企业成长重要来源

►对比海外水泥龙头，国内企业骨料成长空间较大，我们预计**2021**年开始各水泥龙头骨料业务将进入高速发展阶段。

►我们预计在水泥行业盈利波动下降的情况下，骨料业务将成为企业核心成长来源。

图15 2020年国内外龙头水泥公司分业务销量对比

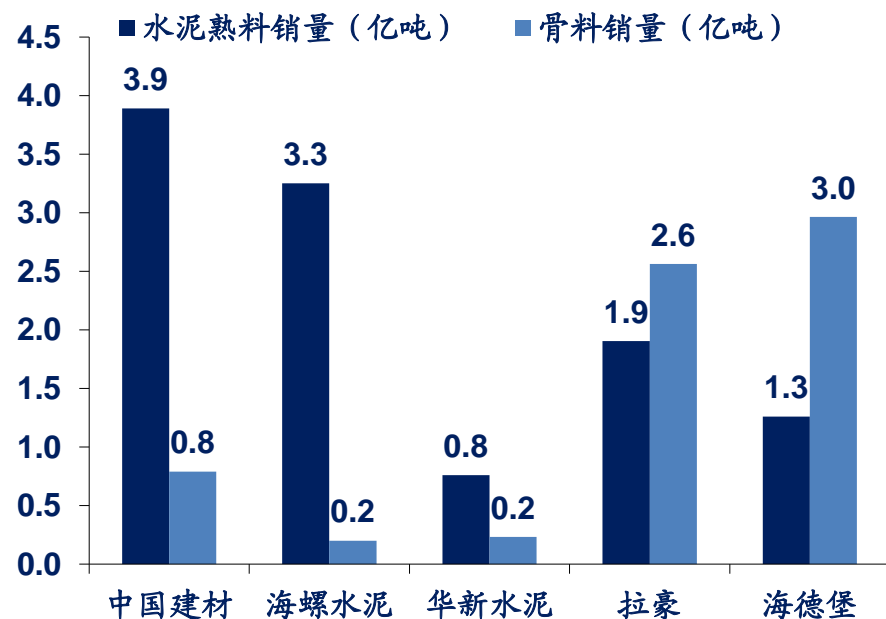
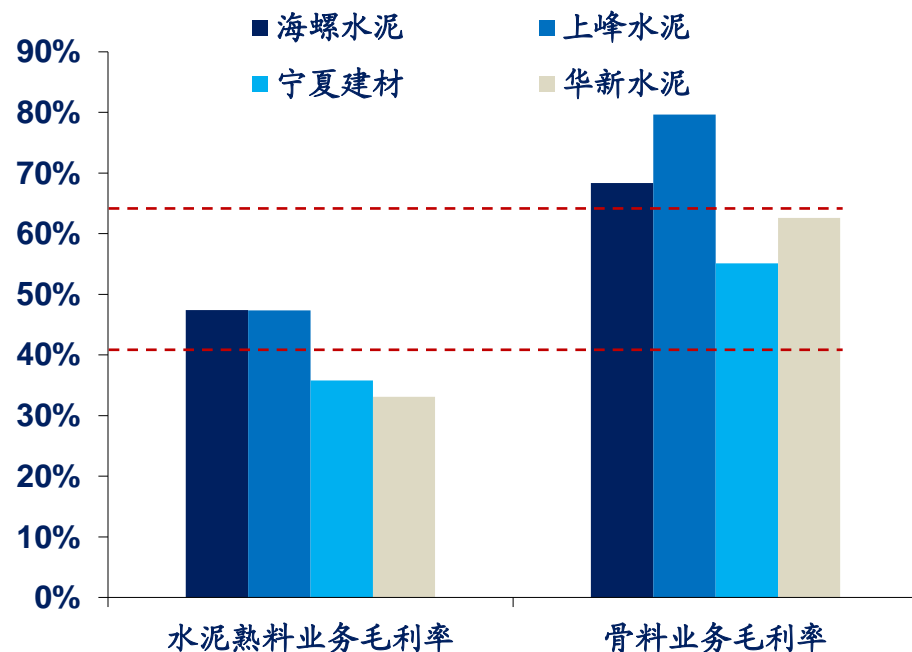


图16 2020年各公司骨料毛利率显著高于水泥熟料



资料来源：各公司2020年报，海通证券研究所估算

1.6 水泥行业投资策略

- 华东地区水泥景气改善幅度较大：看好上峰水泥、海螺水泥，建议关注万年青。
- 看好资本开支力度大、未来成长性较强的公司：上峰水泥、华新水泥。
- 看好具备深厚护城河的水泥双龙头：持续看好具布局+资源优势、激励完善的海螺水泥以及通过政策红利、资源获取等优势获得alpha的中国建材。
- 风险提示：环保政策放松；错峰限产执行不及预期；地产、基建需求超预期下滑。

2. 玻璃板块：原片供需偏紧，新应用贡献第二增长极

2.1 玻璃需求：下游复苏，单位用量共同推升需求

►下游房地产竣工、汽车产量需求在2018~2020年均处于持续下滑状态，而2021年1~4月竣工面积、汽车产量较2019年复合增速为0.4%、2.0%，我们认为呈现底部复苏态势。

►2021年1~4月铝型材开工率处于2018年以来较好水平，验证下游门窗型材、汽车配件等需求良好。

图17 2018~2020年为竣工、汽车需求下行周期

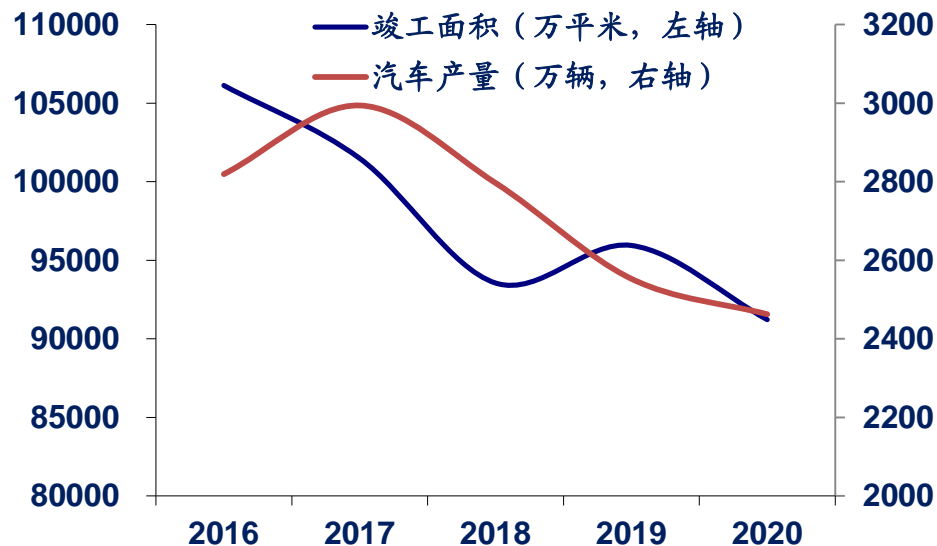
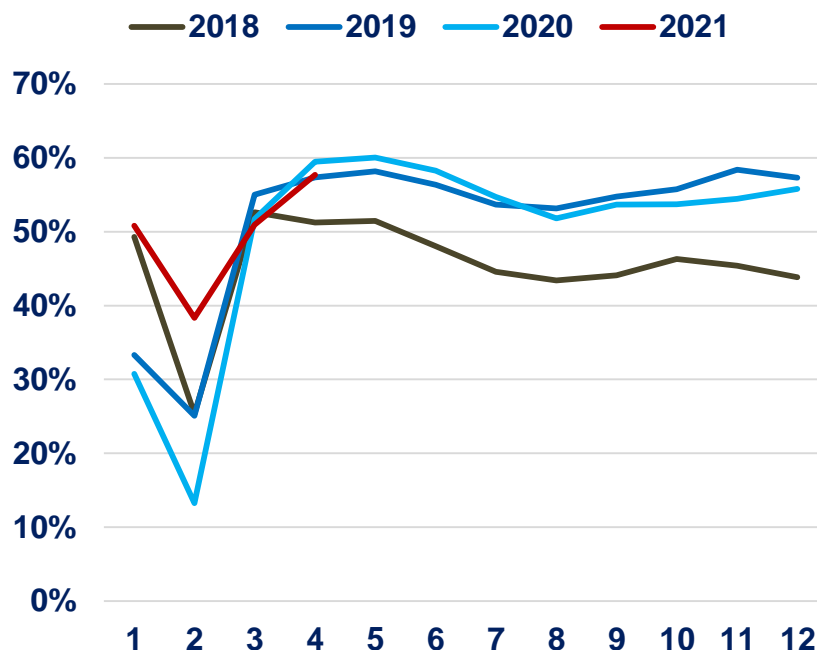


图18 铝型材开工率情况



2.1 玻璃需求：下游复苏，单位用量共同推升需求

- 不可忽视的单位用量逐步提升：我们将中空玻璃、夹层玻璃与平板玻璃产量之间的比例来衡量两者单位用量的提升情况，**2008年4月~2021年4月**整体呈现上升态势，提升幅度达**23%**。
- 地产：为提升建筑节能效果，建筑玻璃幕墙单玻-双玻-多玻的趋势变化，使得单位面积玻璃用量持续提升。
- 汽车：随着新能源汽车的推广，单车用量将持续提升，截止**2021年4月**单车产量对应夹层玻璃产量为**4.7平方米**（**2011~2021年4月**单位用量增长了**51%**）。

图19 中空玻璃、夹层玻璃与平板玻璃产量比例走势

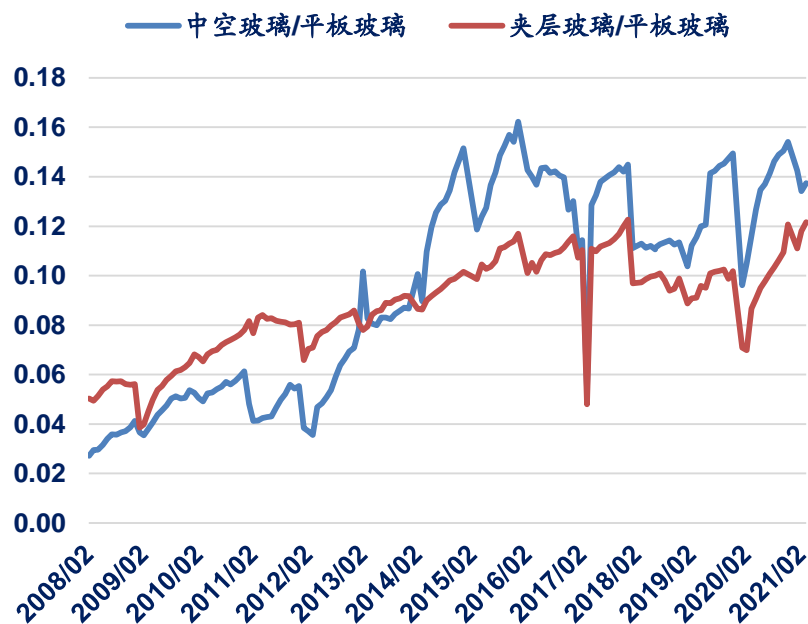
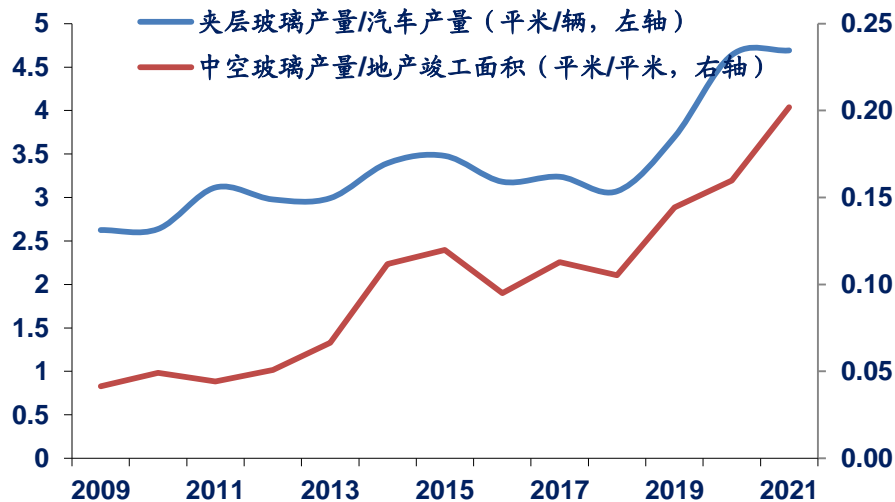


图20 夹层、中空单位用量持续提升



注：2021年为1~4月数据

2.2 玻璃供给：高景气驱动产能释放至上限

➤ 随着玻璃景气持续创新高，在产产能回升至较高水平。

➤ 受制于目前产能置换政策，行业新增产能较为有限。

➤ 产能利用率（即1-冷修产能占比）回升至阶段性高位，我们认为未来继续复产带动有效产能提升较为有限。

图21 玻璃在产产能回升至近年来中枢水平

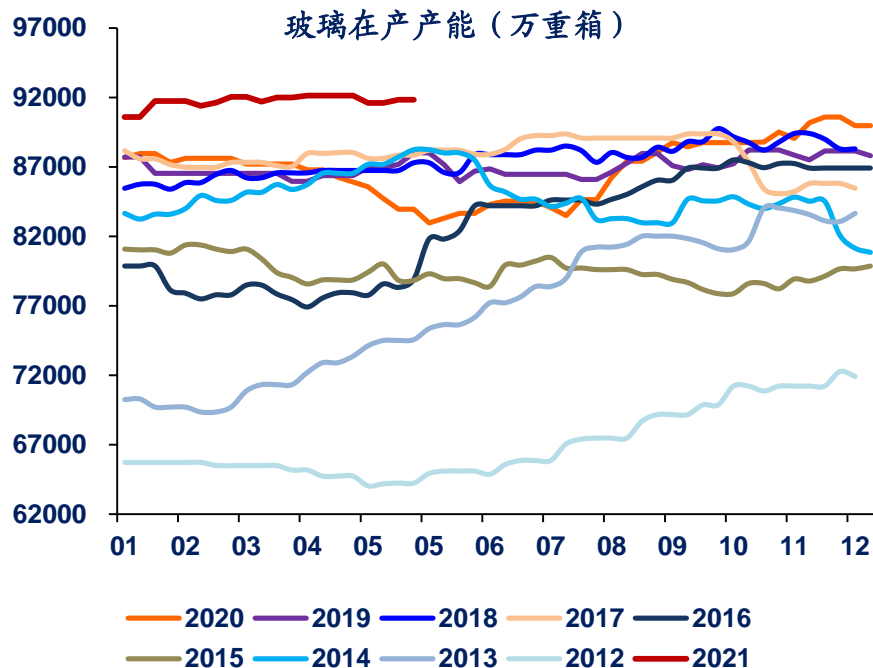
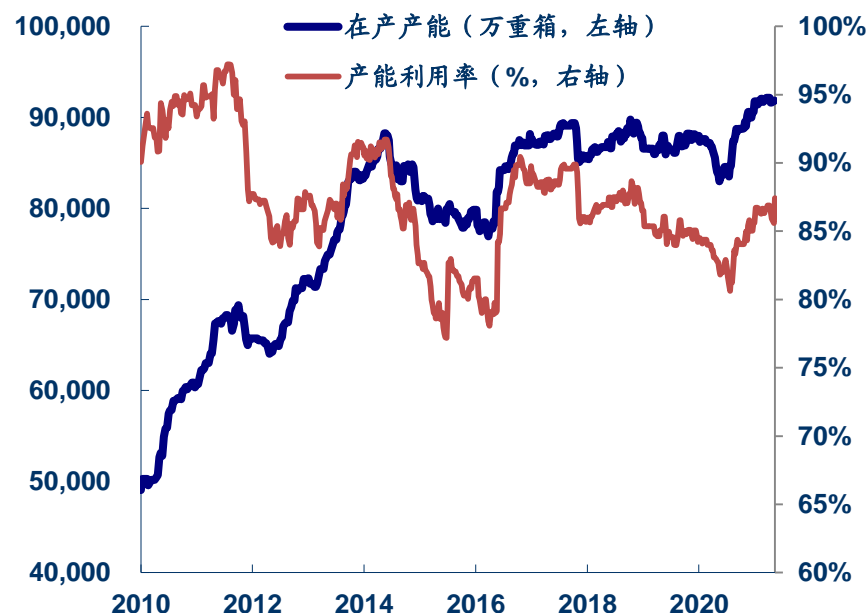


图22 产能利用率回升至阶段性高位



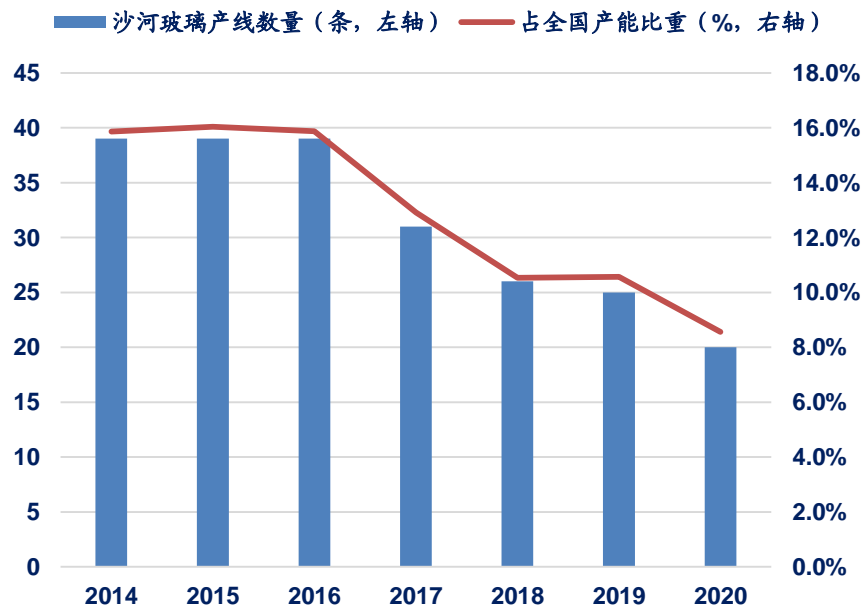
2.2 玻璃供给：竞争格局持续改善

- 2014年以来玻璃行业集中度持续提升，龙头持续份额扩张。
- 环保政策影响下，沙河地区产能占比由2014年的15.9%下降至2020年的8.6%，当地主要使用煤为原料，推升行业成本曲线。

表3 2014年以来玻璃行业集中度处于持续提升状态

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
前十	50.8%	48.2%	48.5%	46.7%	46.4%	46.4%	44.0%

图23 沙河地区产能去化幅度较大



2.3 玻璃景气：受益于供需改善，玻璃景气持续创新高

► 受益于下游地产竣工、汽车景气复苏以及单位用量持续提升，同时供给增量较为有限，玻璃景气持续创新高。

► 我们认为如果后续供给政策不放开，玻璃原片价格有望继续维持在历史高位水平。

图24 2014年以来玻璃行业集中度处于持续提升状态

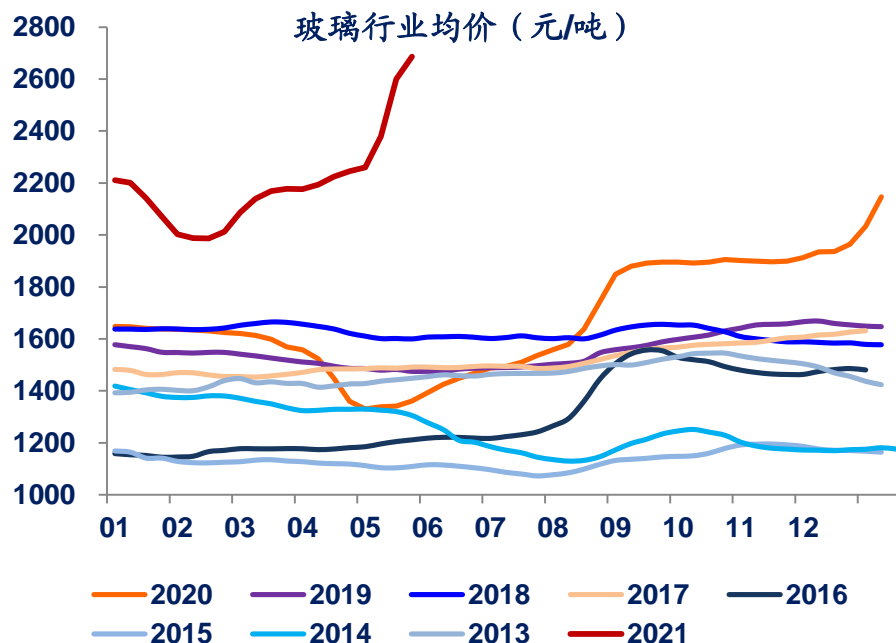
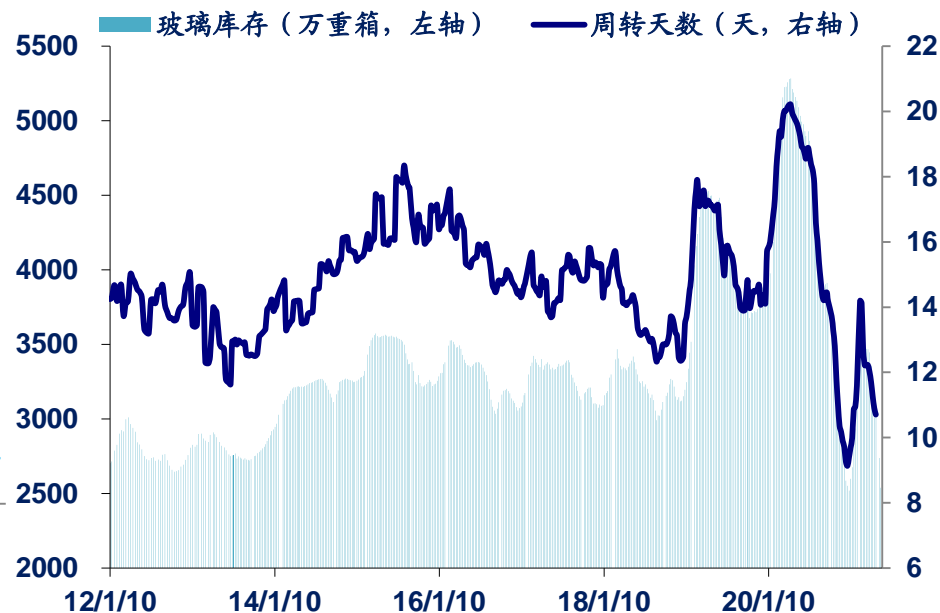


图25 玻璃库存降至低位



2.4 玻璃产品差异化突围方向---光伏玻璃等

- 光伏行业成长带动光伏玻璃需求持续增加：光伏发电在很多国家已成为清洁、低碳、同时具有价格优势的能源形式，**2020年全球新增装机市场达到130GW**，其中中国为**48GW**。根据CPIA预测，乐观情况下**2025年全球、中国新增光伏装机量分别达330GW、110GW**，年复合增速分别**20%、18%**。
- 双玻组件渗透率提升带动单位装机的光伏玻璃需求增加：根据CPIA预测，双玻组件渗透率将由**2019年的14%左右提升至2025年的60%左右**，双玻组件的渗透率提升有望进一步拉动光伏玻璃需求。

图26 2020~2025光伏新增装机量（GW）及预测

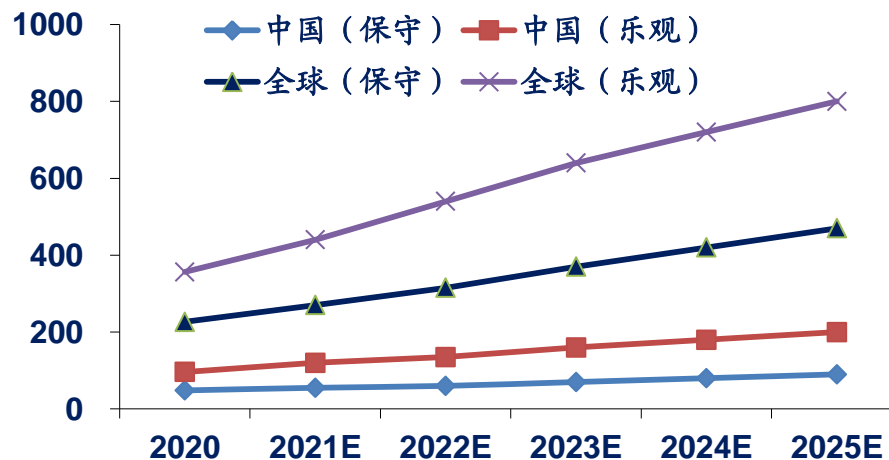
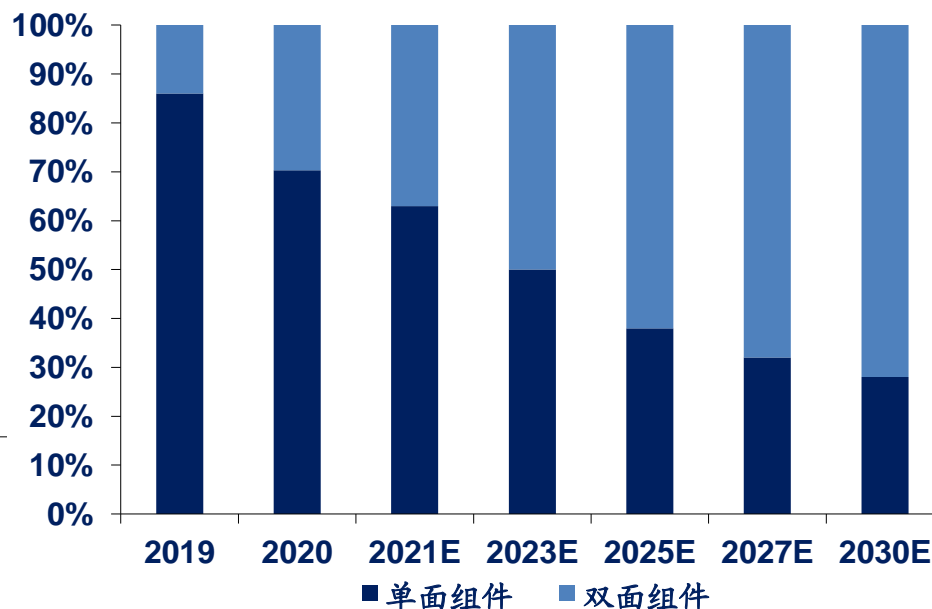


图27 双面组件渗透率有望持续提升



2.4 玻璃产品差异化突围方向---光伏玻璃等

- 中国是光伏玻璃主要产地：根据工信部数据，2019年国内光伏玻璃产能占全球产能的90%。
- 玻璃企业光伏玻璃业务快速扩张：信义光能、福莱特、旗滨集团、南玻A等玻璃上市公司快速扩张产能，我们预计光伏玻璃业务将为玻璃企业重要业绩增长来源。

图28 信义玻璃应占联营公司盈利/归母净利润

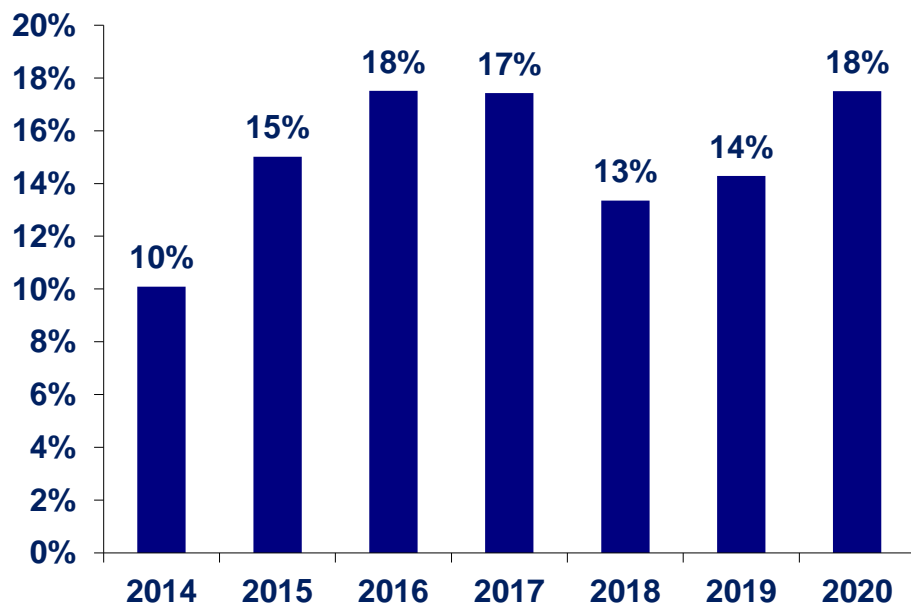


表4 预计未来旗滨集团光伏日熔量占比快速提升

	2020	2021E	2022E
总日熔量(t/d)	17600	20000	22400
其中光伏日熔量(t/d)	2500	4900	7300
光伏日熔量占比	14%	25%	33%

注：以上为年末产能

资料来源：信义玻璃年报（2014~2020），旗滨集团《关于投资建设郴州旗滨1200t光伏组件高透基板材料生产线的公告》等，海通证券研究所

2.4 玻璃产品差异化成突围方向---光伏玻璃等

- 差异化玻璃产品盈利能力较强：对比玻璃原片龙头旗滨集团、光伏玻璃龙头福莱特玻璃净利润率，多数时间光伏玻璃盈利水平强于原片玻璃。
- 大型玻璃企业如信义玻璃、福耀玻璃等均在玻璃差异化产品上做到相对领先水平，盈利能力较强，我们认为差异化玻璃产品是玻璃企业长期成长壮大，提升抗风险能力、产品定价能力的必由之路。

图29 旗滨集团、福莱特销售净利率（%）对比

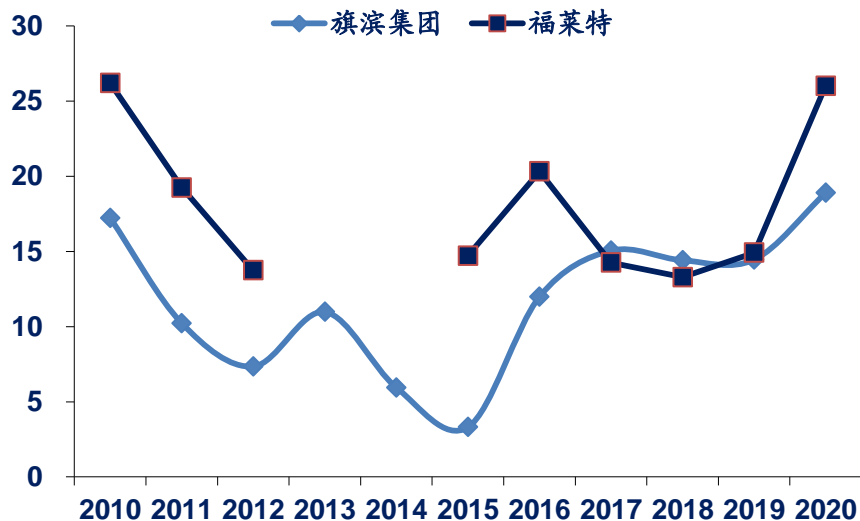
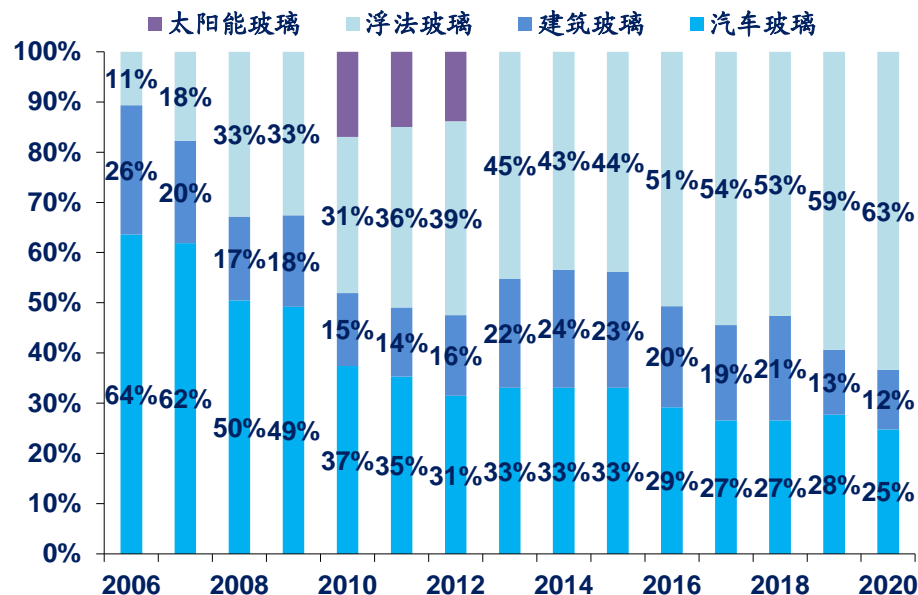


图30 信义玻璃各业务收入比重



资料来源：Wind，信义玻璃年报（2006~2020），海通证券研究所

2.5 玻璃行业投资策略

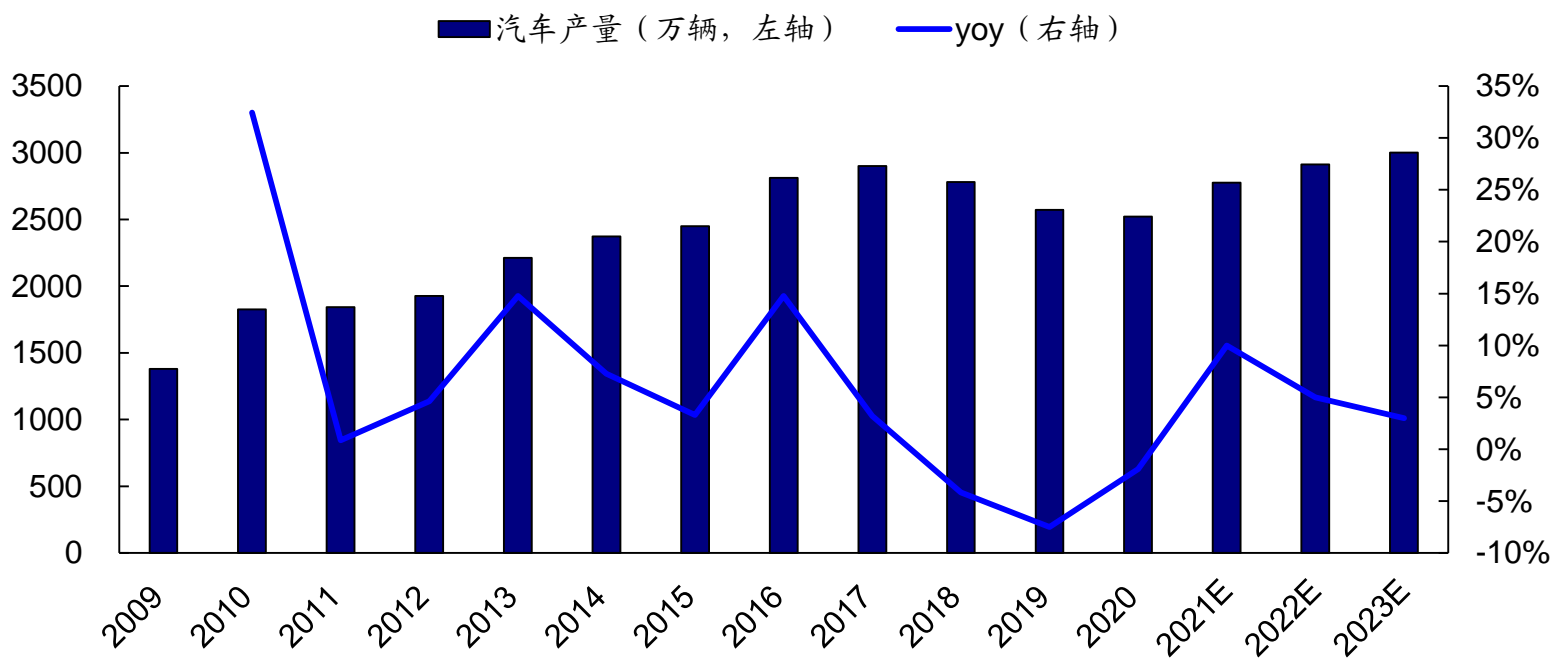
- 我们预计**2021**年玻璃原片盈利维持高位，看好差异化玻璃为企业带来中长期成长。
 - 推荐旗滨集团：根据公司中长期发展战略规划，争取**2024**年原片产能比**2018**年增加**30%**以上。公司在差异化玻璃业务上持续积极扩张，包括建筑节能玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃，完善的股权激励、项目跟投机制护航公司持续做大做强。公司承诺**2020~2022**继续维持在足额预留盈余公积金以后每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可供分配利润**50%**。
 - 推荐信义玻璃：公司玻璃原片产能全行业居前，汽车玻璃、建筑玻璃均为行业翘楚。短期来看我们预计公司将受益于玻璃价格高景气带来的业绩高增长；位于广西北海、江苏张家港的第一期产线已于**2020H2**全面投产，广西北海、辽宁营口**2**个厂房的第二期产线将于**2021**年建成，我们预计公司未来产量增长显著，在行业限制新增产能背景下，公司将持续获取更高市场份额。公司现金流充沛，长期维持高分红率。公司重要股东增持+公司回购股票。
 - 建议关注光伏玻璃投建加速的信义光能、福莱特、南玻A。
- 风险提示：新增或复产产能超预期；地产竣工需求不及预期。

3. 玻纤板块：持续高景气驱动供需缺口收窄，产品结构优化 夯实龙头优势

3.1 玻纤需求：汽车产量缓慢增长

- 经过连续几年汽车产量下滑后，我们预计**2021年**汽车将有近**10%**的产量增长；
- **2021年后**新能源车刺激换车需求，我们预计汽车产量将小幅增加。

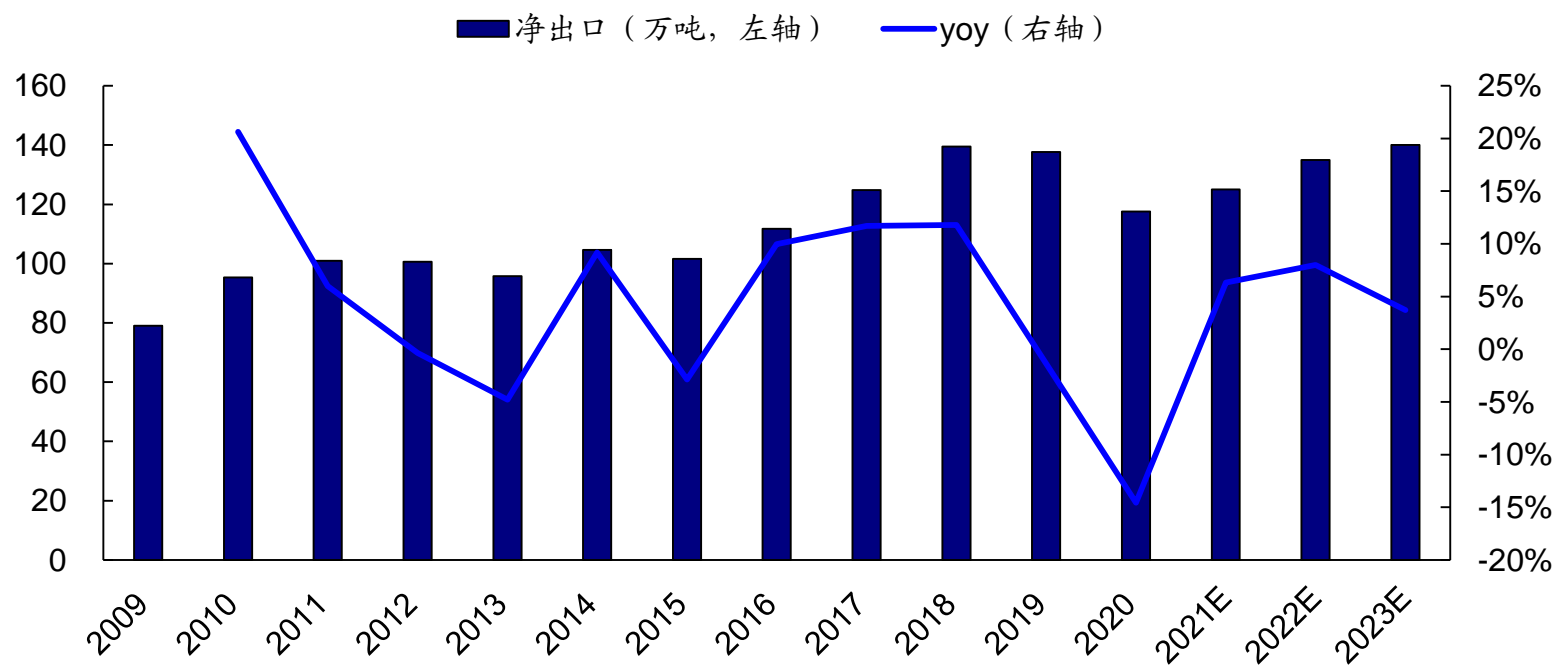
图31 汽车产量测算



3.1 玻纤需求：净出口从低点逐步恢复

- 2020年疫情影响，净出口量同比下滑较多；
- 2021年开始，随着海外需求复苏，我们预计净出口量将逐步恢复。

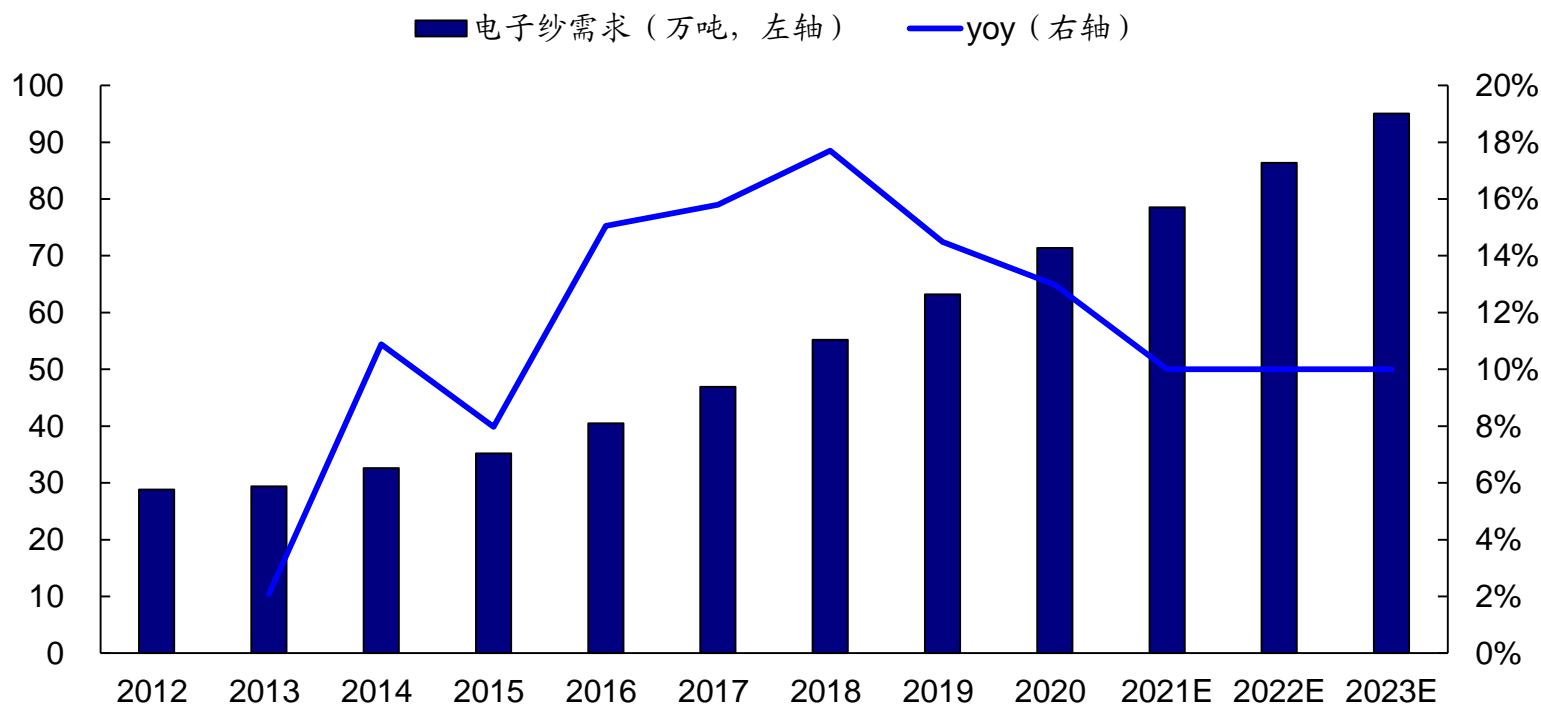
图32 我国玻纤纱和制品净出口量测算



3.1 玻纤需求：电子纱稳定增长

- 智能化背景下，电路板需求提升，单位制造业投资、单车对电子纱需求量加大；
- 电子纱的需求料将稳定增长。

图33 我国电子纱需求测算



3.2 玻纤供给：高景气催生大量在建产能

- 我们认为今年下半年有一定新增产能压力，疫情影响下需求缓慢恢复，消化需求或需一定时间，短期玻纤价格缺乏向上弹性。
- 我们预计**2021**年景气度相对平稳，价格或维持高位；**2022**年供给偏紧状况缓解，玻纤价格或有所承压。

表5 在建产能统计（万吨）

条线	地区	省份	年产能
1	华中	江西	3
2	华东	江苏	10
3	华东	浙江	15
4	西南	重庆	10
5	华北	河北	10
6	华东	山东	10
7	西南	重庆	12
8	西南	重庆	15
9	华东	山东	6

➤风险提示：产能投放过多。

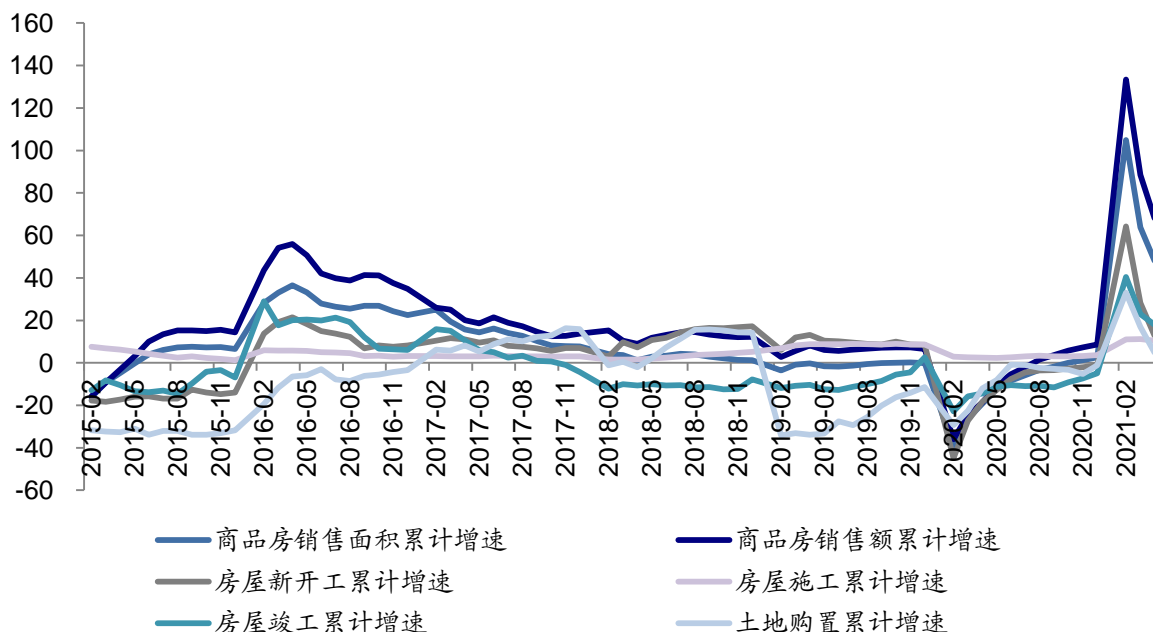
4. 装饰建材：集中度提升仍是主逻辑，关注成本上涨

4.1 集中度提升，强者恒强仍为消费建材主逻辑

➤ 21年前四个月商品房销售和施工数据较好

- ✓ 考虑到20年疫情因素，以19年1-4月数据作为基准，21年1-4月表现较好的是房屋销售面积和房屋施工面积，二者分别增长19.53%和13.28%。同时，房屋新开工和土地购置面积1-4月累计数据相比19年同期出现下滑，分别下滑7.94%和7.85%。

图34 201502-202104部分地产数据一览（%）



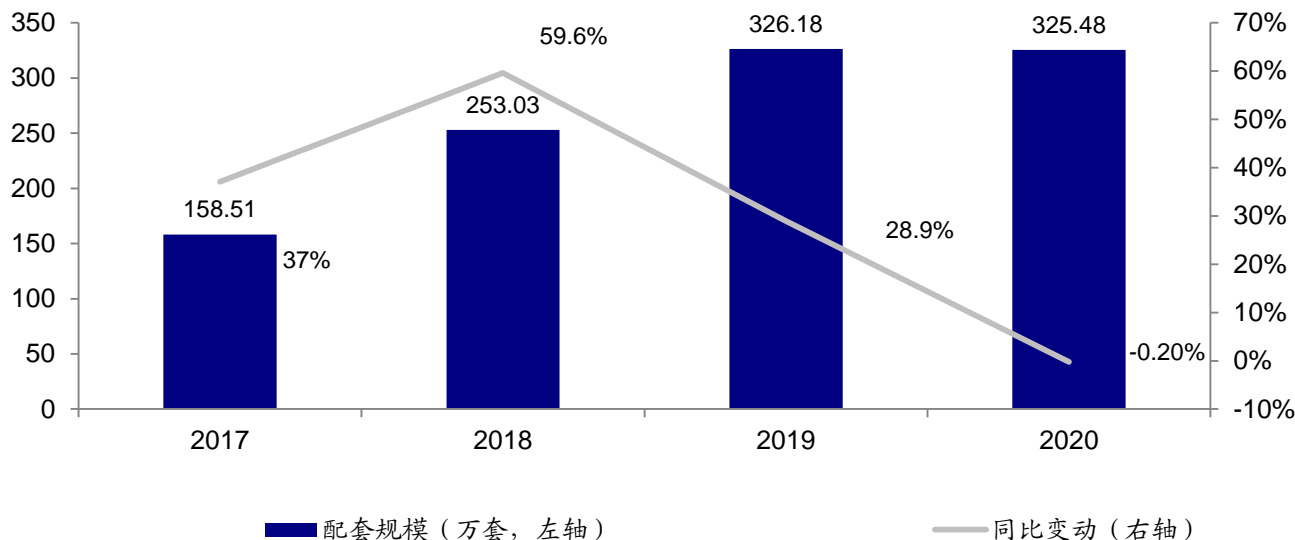
资料来源：wind，海通证券研究所

4.1集中度提升，强者恒强仍为消费建材主逻辑

➤ 精装修渗透率提升趋势不改

- ✓ 20年我国精装修市场总规模约为325万套，同比下滑0.2%，我们认为主要是受疫情影响。根据奥维云网统计，20年我国精装修渗透率整体仍保持在30%以上，但与发达国家80%渗透率相比仍有较大差距。我们认为，商品房精装修趋势不改，未来仍是推动建材行业集中度提升的主要因素之一。

图35 2017-2020我国精装修行业市场规模



资料来源：奥维云网公众号，海通证券研究所

4.1集中度提升，强者恒强仍为消费建材主逻辑

➤ “三条红线”有望加速订单向上市公司倾斜

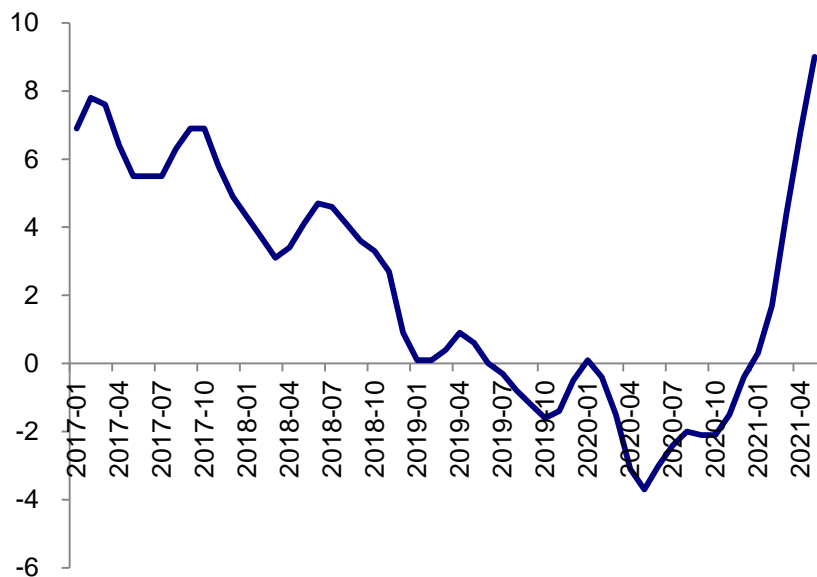
- ✓ 20年8月住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，明确重点房地产企业资金监测和融资管理规则。
- ✓ 在“三条红线”政策下，我们认为房地产企业将更加注重对营运资金的管理。上市公司融资能力相较非上市企业优势明显，有助于获得地产企业订单。

4.2 21年成本上涨值得关注

➤ 原材料价格上涨值得关注

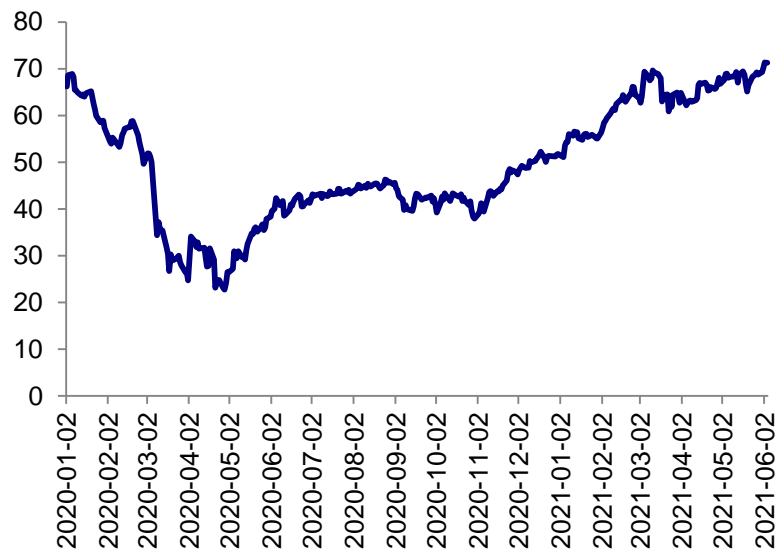
- ✓ **21年PPI持续上涨，5月同比增幅9.0%。**其中原油价格同比上涨较多，原油价格上涨一是影响以石油化工产品为主要原材料的建材产品，比如防水；二是油价上涨提升运输成本，间接影响企业盈利。

图36 201701-202105我国PPI月度数据（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

图37 20200102-20210604ICE布油结算价（美元/桶）



资料来源：wind，海通证券研究所

4.2 消费建材细分

➤ 防水

- ✓ 行业新规仍是头部企业未来3年成长主线。我们认为，行业仍存在大量非标产品，在住建部《建设工程企业资质标准框架（征求意见稿）》的背景下，我们认为，行业将加速向头部企业集中。
- ✓ 多地产能布局有助于获得更多基建订单。防水材料主要用于地产和基建，二者占比约4: 6。三家防水上市公司加大资本开支计划，多地建厂，我们认为不仅有助于降低运费，同时建厂为当地带来的税收和就业也更有助于企业获得基建订单。

表6 三家防水上市公司19和20年固定资产和在建工程情况（百万元）

	东方雨虹			科顺股份			凯伦股份		
	2020年	2019年	变动	2020年	2019年	变动	2020年	2019年	变动
固定资产	4755.15	4349.01	9.34%	1310.26	723.69	81.05%	477.90	147.91	223.10%
在建工程	711.60	626.52	13.58%	369.26	504.33	-26.78%	240.54	145.81	64.97%
合计	5466.75	4975.53	9.87%	1679.52	1228.02	36.77%	718.44	293.72	144.60%

资料来源：wind，海通证券研究所

4.2 消费建材细分

➤ 瓷砖

- ✓ 行业竞争激烈，集中度持续提升。根据蒙娜丽莎20年年报援引中国报告网，20年1-11月全国陶瓷砖累计产量**94.30**亿平方米，同比增长**2.18%**。根据蒙娜丽莎20年年报援引《2020年中国陶瓷产能报告》，17-20年期间全国净减少**211**家陶瓷厂**504**家生产线。陶瓷企业销售前十家企业集中度达**18%**，5年提高了**3%**。
- ✓ 三家上市公司竞争重点有差异。东鹏控股以零售为主打，大C端（C+小V）占比**80%**。蒙娜丽莎地产战略工程增长较快，20年销售额同比增长**36.64%**。帝欧家居将大B战略升级到“大B+小B”战略。
- ✓ 关注瓷砖企业利润率变动。21Q1蒙娜丽莎收入同比增长**105.62%**，扣非后归属母公司净利润同比增长**37.12%**。我们认为，瓷砖企业竞争激烈，剔除运费口径影响的利润率是重点关注指标。

4.3 现金流是消费建材企业成长之源

- 综合考虑收现比、净现比和应收账款周转率指标，我们建议关注东鹏控股、东方雨虹、伟星新材、北新建材、蒙娜丽莎、惠达卫浴。

表7 消费建材公司现金流指标一览

代码	简称	2019年收现比 (倍)	2020年收现比 (倍)	2019年净现比 (倍)	2020年净现比 (倍)	2019年应收账款周转 率 (次)	2020年应收账款周转 率 (次)
002271.SZ	东方雨虹	1.08	1.15	0.77	1.17	3.58	3.70
300737.SZ	科顺股份	0.95	0.89	0.48	0.62	2.80	2.92
300715.SZ	凯伦股份	0.71	0.65	-0.34	-0.40	2.54	2.73
603737.SH	三棵树	0.98	0.95	0.94	0.85	5.24	3.83
603378.SH	亚士创能	0.79	0.76	3.74	0.80	3.28	3.06
002918.SZ	蒙娜丽莎	1.05	1.02	2.13	1.02	6.53	6.83
002798.SZ	帝欧家居	0.96	0.97	0.48	0.05	2.89	2.10
003012.SZ	东鹏控股	1.13	1.17	1.19	1.58	7.34	6.72
002372.SZ	伟星新材	1.14	1.12	0.91	1.13	17.16	18.37
002791.SZ	坚朗五金	0.99	0.83	1.41	0.58	4.76	4.52
000786.SZ	北新建材	1.11	1.04	4.35	0.61	19.88	10.53
603385.SH	惠达卫浴	0.75	0.84	0.65	2.39	5.26	4.87

4.4 集中度提升时代，奋进者立潮头

- 在消费建材集中度提升的大时代，拥有更好盈利能力，更坚定扩张计划的公司有望抓住行业洗牌机会，进一步提升占有率。综合考虑ROE、ROIC和在建工程/固定资产数据，我们看好伟星新材、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、三棵树、坚朗五金、北新建材。

表8 消费建材公司ROE、ROIC和在建工程/固定资产数据一览

代码	简称	2019年ROE (%)	2020年ROE (%)	2019年ROIC (%)	2020年ROIC (%)	2020年在建工程/固定资产 (倍)
002271.SZ	东方雨虹	23.42	27.83	16.52	21.47	0.15
300737.SZ	科顺股份	12.00	24.39	10.65	20.44	0.28
300715.SZ	凯伦股份	18.16	23.26	12.84	14.85	0.50
603737.SH	三棵树	26.54	23.71	18.27	15.25	0.58
603378.SH	亚士创能	8.53	18.49	8.99	15.53	0.11
002918.SZ	蒙娜丽莎	15.82	17.78	14.47	14.65	0.57
002798.SZ	帝欧家居	16.42	14.33	14.23	12.10	0.12
003012.SZ	东鹏控股	16.64	13.44	15.22	12.36	0.03
002372.SZ	伟星新材	26.11	29.05	25.25	28.05	0.05
002791.SZ	坚朗五金	15.08	23.16	14.60	23.34	0.09
000786.SZ	北新建材	3.12	18.68	2.90	17.09	0.16
603385.SH	惠达卫浴	10.07	8.69	9.95	8.29	0.09

资料来源：wind，海通证券研究所

4.5 运费率值得关注

- 20年由于会计政策对运费计量的调整，考虑毛利率变动时需要考虑运费的因素。以19年运费占收入比例作为参考，进行运费率还原后毛利率可比性更强。

表9 消费建材公司2019年运费率数据一览

代码	简称	2019年运费率
002271.SZ	东方雨虹	3.4%
300737.SZ	科顺股份	5.4%
300715.SZ	凯伦股份	3.6%
603737.SH	三棵树	5.1%
603378.SH	亚士创能	4.6%
002918.SZ	蒙娜丽莎	3.6%
002798.SZ	帝欧家居	6.2%
003012.SZ	东鹏控股	4.7%
002372.SZ	伟星新材	3.3%
002791.SZ	坚朗五金	2.4%
000786.SZ	北新建材	0.1%
603385.SH	惠达卫浴	2.7%

资料来源：wind，各公司2019年年报，海通证券研究所

- 风险提示：原材料超预期上涨，下游地产基建投资不达预期。

5. 风险提示

供给紧缩不及预期;
地产、基建投资不及预期;
原材料超预期上涨等。

分析师声明

冯晨阳、申浩、潘莹练

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

建材研究团队:

建材行业首席分析师

冯晨阳

SAC执业证书编号: S0850516060004

电 话: 021-23212081

Email: fcy10886@htsec.com

建材行业分析师

申浩

SAC执业证书编号: S0850519060001

电 话: 021-23154114

Email: sh12219@htsec.com

建材行业分析师

潘莹练

SAC执业证书编号: S0850517070010

电 话: 021-23154122

Email: pyl10297@htsec.com

信息披露和法律声明

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 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。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。