

旧改政策强催化，品牌建材核心受益

华西带你看两会系列-建材篇

► **旧改：弱地产，强消费，空间广。**旧改主要包括：1) 水电气等基础设施完善，2) 提升类设施（电梯、车库）建设及3) 配套公共设施（如医院、便利店等）建设，其中第一类属于民生必选项；相较于棚改而言，旧改对于地产的直接刺激力度较弱，但却可以通过设施改进提升居民消费意愿，对于最终消费的刺激力度更大、范围更广，因此更加符合“房住不炒”及“稳经济”两手抓的要求。目前全国2020年前建成老旧小区16万个，涉及建筑面积40亿平米，国务院相关人士表示旧改总投资可达4万亿元。我们测算如果不考虑配套公共设施新建，保守估计旧改总投资规模可达1.2万亿元左右，其中测算2020年旧改规模可达3000亿元，空间广阔。

► **两会前瞻：强融资、提空间、扩范围。**作为稳经济的重要抓手，我们预计旧改会成为两会的主要关注点之一，而两会上进一步提升旧改力度的措施可能包括：1) **加大金融支持力度：**目前旧改80%以上资金来自于市、区政府，而两会支持政策可能包括进一步明确专项债可以用于旧改额度和比例，以及发行旧改专项债等鼓励措施，2) **提空间，扩范围：**目前旧改年空间3000亿元左右，即使考虑间接消费刺激也无法完全取代棚改（1.5-2万亿元）的稳经济作用，因此存在一定扩大旧改规模的可能。同时，由于疫情暴露设施短板，国家同样可能扩大旧改涉及面，提升配套设施建设力度，从而进一步提振旧改投资。3) **对于部分国家或行业协会鼓励使用的建材品类，在旧改中推广试点。**

► **防水、管材、涂料等最受益，核心是品牌消费建材。**按照全年3.9万户规划，假设25%旧改项目涉及结构改造类工程，50%小区要求进行非结构改造类项目，参考现有案例，我们测算在不考虑新建配套公共设施的前提下，2020年旧改将提升防水、管材、涂料需求15.6%/13.2%/12.5%左右，是受益最大的建材品类，上市公司作为品牌建材将核心受益；另外，石膏板由于目前渗透率低，我们测算如果旧改中入室吊顶翻新装修全部采用石膏板，则旧改对于石膏板需求的提升幅度为15.5%，政策潜在弹性较大。

► **投资建议。**推荐品牌防水龙头东方雨虹、科顺股份、凯伦股份，管材龙头伟星新材，建筑涂料龙头三棵树，石膏板龙头北新建材；永高股份、雄塑科技、东宏股份、中国联塑（H股）、坚朗五金、亚士创能等受益。

风险提示

旧改规模低于预期，资金支持力度低于预期，系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

研究助理：郁暲

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

正文目录

1. 疫情后旧改或成为两会关注点，金融扶持力度加大可期.....	3
1.1. 旧改全口径空间或达 4 万亿，涉及面较广	3
1.2. 旧改 VS 棚改：前者弱地产、强消费属性，见效快	5
1.3. 棚改退潮旧改接力，两会或再迎政策升级	6
2. 防水、涂料、管材核心受益，石膏板弹性大	10
2.1. 防水：旧改拉动需求超 15%	11
2.2. 涂料：重涂空间广阔，旧改拉动需求超 12%	12
2.3. 管材：涉及面广，旧改拉动需求超 13%	12
2.4. 石膏板：目前渗透率低，弹性大	13
2.5. 保温板、五金：需求拉动作用良好，但业绩弹性贡献有限.....	14
2.6. 水泥：需求小幅提振	16
3. 风险提示	16

图表目录

图 1 老旧小区	3
图 2 旧改主要内容示意	3
图 3 规划旧改小区数 2020 年同比翻倍	8
图 4 旧改涉及居民户数 2020 年同比翻倍	8
图 5 小区旧改资金来源过往较集中于市区财政	9
图 6 棚改资金来源较广（2018）	9
图 7 宁夏贺兰县旧改项目中专项债资金占比显著提高	9
图 8 不考虑新建配套设施情况下，旧改投资规模小于棚改	10
图 9 旧改对主要建材品类需求提振测算	11
图 10 旧改对防水材料需求提振测算	11
图 11 旧改对建筑涂料需求提振测算	12
图 12 旧改对建筑涂料需求提振测算	13
图 13 我国石膏板人均使用量显著低于发达国家	14
图 14 中国石膏板用于住宅比例远低于美国	14
图 15 旧改对于保温板需求提振作用测算	15
图 16 旧改对水泥需求提振测算	16

表 1 旧改主要内容	3
表 2 小区旧改投资强度平均 600 万元/小区左右（不考虑新建公共设施）	4
表 3 部分小区旧改项目投资强度为 300 元/平米左右（不考虑新建设施）	5
表 4 棚改、旧改对比	5
表 5 旧改相关重点政策汇总	7
表 6 旧改对石膏板需求提振作用测算	14
表 7 旧改对建筑五金需求提振测算	15

1. 疫情后旧改或成为两会关注点，金融扶持力度加大可期

老旧小区改造（后文简称“旧改”）主要包括对于老旧住宅区域设施改造，是改善民生的重要举措，根据国务院排查，目前总 16 万个老旧小区，改造总空间或达 4 万亿元。我们认为随着棚改货币化的逐渐退出，旧改将接力棚改成为稳定经济及惠民的重要抓手，同时也可能成为两会主要关注点之一，相关鼓励政策可能包括：1) 进一步明确专项债可以用于旧改，并加大相关专项债发行力度，2) 进一步提升全年旧改面积规划，及涉及范围，3) 鼓励、推进部分建筑材料在旧改中的应用试点。

图 1 老旧小区



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 2 旧改主要内容示意



资料来源：住建部，百度图片，华西证券研究所

1.1. 旧改全口径空间或达 4 万亿，涉及面较广

旧改最早在 2015 年中央城市工作会议中提出，并于 2017 年正式由住建部在 15 个重点城市试点，主要内容包括：1) 基本配套设施完善：水电气基础设施修缮，垃圾分类设施配备以及北方地区供暖设施维修完善，2) 提升类设施配套：对于有条件的小区，进行电梯、公共活动场地、停车场的建设安装，3) 公共服务类设施完善：建设配套便利店、养老、医疗、餐饮等设施。其中基本配套设施基本属于旧改必选项目，而提升类设施及公共服务设施完善则偏向于可选项目。

表 1 旧改主要内容

项目	内容	性质
基本配套设施完善	水电气基础设施修缮，垃圾分类设施配备以及北方地区供暖设施维修完善	通常必选
提升类设施配套	对于有条件的小区，进行电梯、公共活动场地、停车场的建设安装	可选
公共服务类设施完善	建设配套便利店、养老、医疗、餐饮等设施	可选

资料来源：住建部，华西证券研究所

根据 2019 年住建部初步统计，目前我国 2000 年前建造老旧小区近 16 万个，涉及居民超 4200 万户，建筑面积 40 亿平方米（另一种说法是超过 100 亿平方米）；其中未达到节能标准建筑面积 17 亿平方米，缺乏无障碍设施的建筑面积 19 亿平方米，设

施老化的老旧小区超过 10 万个，占老旧小区总量 60%以上。根据国务院参事仇保兴给出的每平方米 1000 元的改造成本，保守测算中国城镇老旧小区改造总投资或可达 4 万亿元左右，空间广阔，涉及面广。

而根据已知项目信息，我们测算，如果不考虑配套公共设施新建，则我们样本中的项目，平均每个小区投资额 600 万元左右，其中中位数 500 万元左右；同时根据部分旧改项目测算每平方米旧改投资额 305 元左右，然而东部沿海省份的改造投资强度数倍于此投资强度。根据相关规划保守测算，如果不考虑新建公共设施，旧改总投资规模可达 1.2 万亿元左右，其中 2020 年规模 3000 亿元左右。

表 2 小区旧改投资强度平均 600 万元/小区左右（不考虑新建公共设施）

时间	地区	投资总额（亿元）	小区数量（个）	投资强度（万元/小区）
2020 年	宁夏贺兰	0.33	5	660
2020 年	浙江	76.00	500	1,520
2020 年	四川达州	30.00	1,083	277
2020 年	云南保山	8.00	340	235
2020 年	湖南湘潭	20.00	503	398
2019 年	河北	130.00	5,739	227
2019 年	安徽	26.00	523	497
2019 年	云南昆明	2.00	31	645
2019 年	四川攀枝花	2.60	30	867
中位数				497
平均数				592

资料来源：新浪，住建部，华西证券研究所

表 3 部分小区旧改项目投资强度为 300 元/平方米左右（不考虑新建设施）

		投资总额（亿元）	建筑面积（万平方米）	投资强度（元/平方米）
2020 年	四川达州	30.00	690	435
2020 年	云南保山	8.00	143	559
2020 年	湖南湘潭	20.00	454	441
2019 年	河北	130.00	11,500	113
2019 年	安徽	26.00	1,870	139
2019 年	云南昆明	2.00	130	154
平均数				305

资料来源：新浪，住建部，华西证券研究所

1.2. 旧改 VS 棚改：前者弱地产、强消费属性，见效快

我们认为，旧改相比于棚改，主要有三个优点。

表 4 棚改、旧改对比

	旧改	棚改
对地产刺激作用	不涉及住宅新建，对于地产直接刺激力度弱	无论货币化还是实物化安置，都涉及住房新建或购买，对于地产刺激作用大
对于消费刺激	通过设施改造，可以刺激例如汽车、日用品等消费，范围广	刺激主要体现在家具上，范围有限
周期	短，通常半年内完成	长，通常需要 1-2 年

资料来源：住建部，华西证券研究所

对于地产直接刺激力度弱，符合房住不炒政策：旧改主要内容是配套设施新建及维修，大多数项目不涉及搬迁拆房，而棚改无论是实物化（政府新建房屋置换棚改区住房）还是货币化安置（发放拆迁款，由拆迁户自由决定使用），都需要新建房屋，因此旧改对于地产的直接刺激力度远弱于棚改。

周期短，见效快：由于不涉及房屋新建、搬迁，因此旧改项目周期较短，通常在半年内可以完成，而棚改由于涉及住房新建，项目周期更长，通常在 1-2 年左右。

偏消费，刺激面广：棚改的主要内容为房屋新建与搬迁，对于建材、家电家具类产品拉动较为直接，但对于其他消费品的刺激作用有限，而旧改不仅直接拉动建材类产品需求，还能通过设施改善（车库、便利店、医院等配套设施），拉动汽车、医疗、服务消费类需求，对于终端消费的影响范围更广。

1.3. 棚改退潮旧改接力，两会或再迎政策升级

由于货币化棚改造成三四线城市房价涨幅较大，国家逐渐收紧棚改政策，暂缓货币化安置，大幅提升专项债用于棚改的门槛，同时 2019 年以来新开工套数相比于 2018 年的高峰明显下降。而与之相反，旧改力度则在 2019 年后逐渐上升，而疫情后国家对于旧改的支持力度进一步扩大，主要体现为：

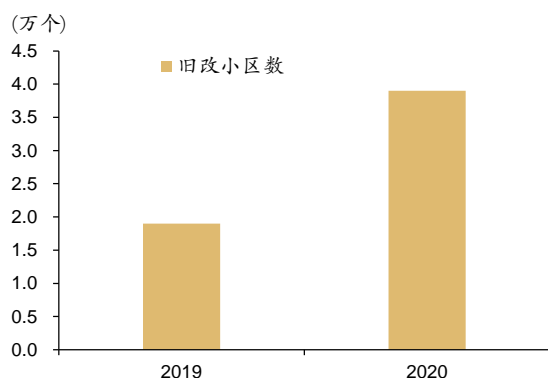
规模相比 2019 年增加一倍：4 月，国常会提出 2020 年计划改造老旧小区 3.9 万个，涉及居民 700 万户，相比于 2019 年（1.9 万个，352 万户）规模翻倍。

表 5 旧改相关重点政策汇总

时间	会议/部门	内容
2017.7.1	住建部	将在 15 个城市（广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花和宁波）开展老旧小区改造试点
2018.3.5	政府工作报告	有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯。
2019.6.19	国常会	1.加快改造城镇老旧小区，目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人，量大面广，情况各异，任务繁重。2.抓紧明确改造标准和对象范围，今年开展试点探索，为进一步全面推进积累经验。3.加强政府引导，压实地方责任，加强统筹协调，发挥社区主体作用，尊重居民意愿，动员群众参与。重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施。4.创新投融资机制。今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金。鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持。运用市场化方式吸引社会力量参与。5.在小区改造基础上，引导发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。推动建立小区后续长效管理机制
2019.7.1	国务院政策例行吹风会	1.抓紧摸清当地城镇老旧小区的类型、居民改造愿望等需求，在此基础上明确城镇老旧小区改造的标准和对象范围。2.按照“业主主体、社区主导、政府引领、各方支持”的原则，加强政府引导和统筹协调，动员群众广泛参与。3.积极创新城镇老旧小区改造投融资机制，包括探索金融以可持续方式加大支持力度，运用市场化方式吸引社会力量参与等。4.在城镇老旧小区改造基础上，顺应群众意愿，积极发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。5.推动建立小区后续长效管理机制。
2019.7.30	政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设
2020.4.14	国常会	1.今年各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，比去年增加一倍，重点是 2000 年底前建成的住宅区。2.各地要统筹负责，按照居民意愿，重点改造完善小区配套和市政基础设施，提升社区养老、托育、医疗等公共服务水平。3.建立政府与居民、社会力量合理共担改造资金的机制，中央财政给予补助，地方政府专项债给予倾斜，鼓励社会资本参与改造运营。
2020.4.16	国务院政策例行吹风会	1.重点改造 2000 年底前建成的住宅区，完善小区配套和市政基础设施、环境，提升社区养老、托育、医疗等公共服务水平。2.指导各地统筹负责，按照居民意愿，推进改造项目有序实施，完善小区长效管理机制。3.建立改造资金政府与居民、社会力量合理共担机制。中央给予补助，落实地方财政支出责任。地方政府专项债给予倾斜，鼓励社会资本和社会力量参与改造运营。4.推动 2020 年城镇老旧小区改造工作。5.总结推广试点成果。
2020.4.17	政治局会议	要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资

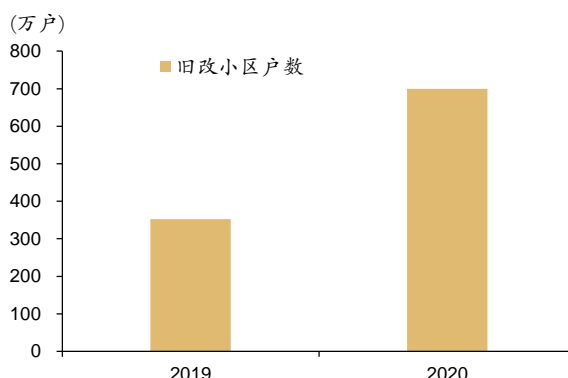
资料来源：国务院、住建部网站

图3 规划旧改小区数 2020 年同比翻倍



资料来源：住建部，华西证券研究所

图4 旧改涉及居民户数 2020 年同比翻倍



资料来源：住建部，华西证券研究所

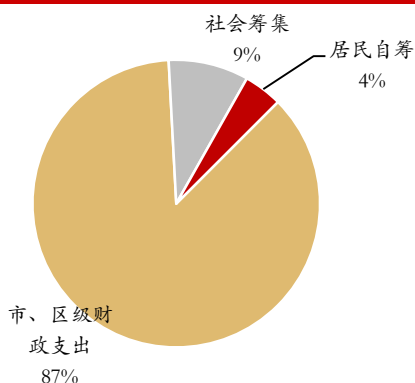
融资支持力度加大：4 月国常会及住建部明确提出“中央财政给予补助，同时地方政府专项债可以向旧改倾斜”及“政府与居民、社会力量合理共担机制，鼓励社会资本和社会力量参与改造运营”，相比于 2019 年“在旧改中防止地方债务增长”的表态，金融支持力度更大。

我们认为，在 5 月即将召开的两会上，旧改将被重点提及，成为稳经济及惠民生的重要抓手之一，同时考虑到 4 月政治局会议重提房住不炒，我们也预计旧改的政策支持力度也将进一步提升。

1.3.1. 金融支持力度或进一步加大

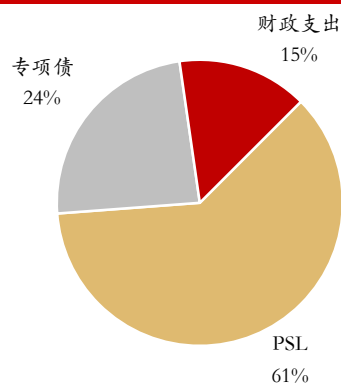
由于过往注重防止地方政府债务增加，旧改主要资金来源是市、区两级政府。以河北为例，根据《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》，在规划的 129.6 亿元资金中，112.3 亿元（87%）由市、县两级政府承担，而社会及居民个人筹集资金则分别为 11.7 亿元（9%）及 5.6 亿元（4%）。同时，根据我们梳理，过往专项债用于旧改的投向十分有限。而与之相比，过往棚改受专项债支持力度较大，根据 Wind 数据统计，2018/2019 年，投向棚改的专项债分别为 2700/7300 亿元左右，是专项债最主要的构成部分，此外每年政策性贷款（PSL）为棚改提供资金 1 万亿元以上，支持力度同样较大。

图5 小区旧改资金来源过往较集中于市区财政



资料来源：《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020年）》，华西证券研究所

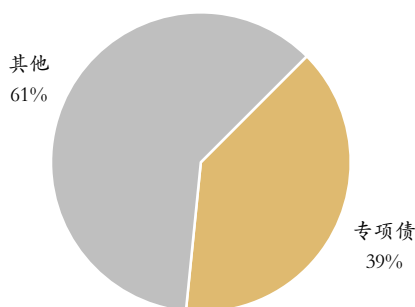
图6 棚改资金来源较广（2018）



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们注意到4月国家表态后，专项债已逐步开启在旧改中的应用。4月30日，宁夏发行专项债券（代码：2005360.1B），募集资金5.4亿元左右，其中1260万元用于贺兰县老旧小区改造。该项目主要包括对于5个居民小区实施外墙保温、屋面防水、给排水、供暖工程、小区道路进行改造，总投资3223万元，专项债资金来源占比39%，相比于此前项目社会资金占比显著增加。

图7 宁夏贺兰县旧改项目中专项债资金占比显著提高



资料来源：Wind，宁夏政府网站，华西证券研究所

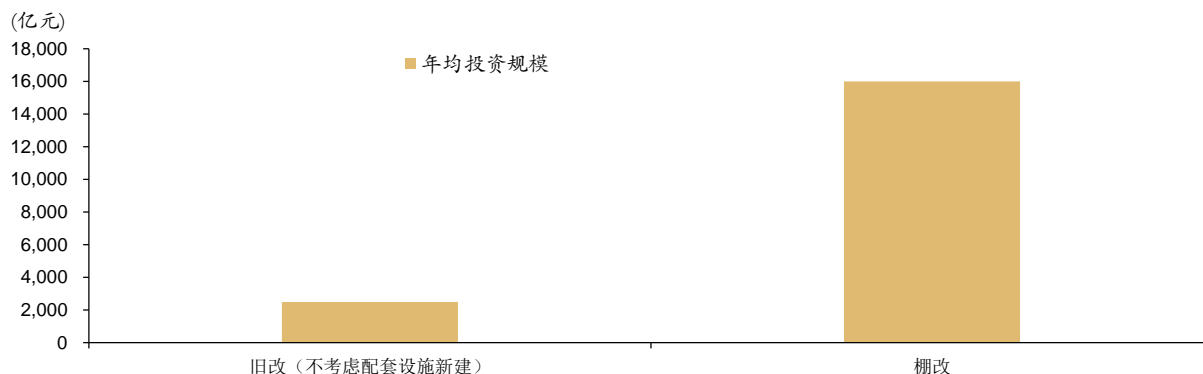
我们认为两会对于旧改金融政策上的扶持可能包括：1）进一步明确专项债可以用于旧改，2）效仿2018年的棚改专项债，推出相应的旧改专项债。根据已知项目信息，如不考虑公共设施新建，则单个小区投资强度多为500-800万元，按此测算不考虑公共设施新建则旧改投资年规模2000-3000亿元左右，如果能够将2019年棚改投向中的一半用于旧改，则专项债可以提供3650亿元资金，能够较好的为旧改提供资金保障，意味着旧改投资规模有望进一步提升。

1.3.2. 扩大旧改规模及范围

我们认为两会上对旧改政策力度可能有所加大。

首先，如不考虑公共设施新建，旧改年规模 3000 亿元左右，而 2017 年以来棚改年投资规模则为 15000-20000 亿元，即使考虑间接刺激的消费（汽车、便利店商品、服务等），目前从投资稳经济角度而言，如棚改完全停止，旧改目前难以完全取代棚改的作用。目前住建部规划的旧改范围主要针对 2000 年以前建成的住宅建筑，而实际上部分 2000 年后建设住宅同样存在功能短板，因此我们认为旧改存一定扩容空间，出于稳增长角度考虑，不排除加大规划的可能性。

图 8 不考虑新建配套设施情况下，旧改投资规模小于棚改



资料来源：Wind，住建部，华西证券研究所

其次，我们认为旧改涉及范围可能拓宽。本轮疫情，暴露了部分小区存在较为严重的社区管理功能缺失问题，我们认为疫情后国家可能加大对于旧改中对于提升类配套设施、公共服务设施完善类项目（也就是可选项目，如配套医院、安防监控设施）的要求，甚至不排除对于部分小区，将可选项目提升至必须完成项目类型的要求，而如果专项债对于旧改的力度有所加大，则资金方面能够获得更好的支持。

1.3.3. 推进鼓励类建材在旧改中的试点

为提升建筑质量及节能效果，国家及相关行业协会曾提议多种建材品类（如 9.5mm 以上石膏板、保温板、高分子防水卷材等）的推广使用，但总体效果不及预期。我们认为在旧改中，国家或再次在重点城市旧改中推进相关建材的使用，从而利好相关建材的需求。

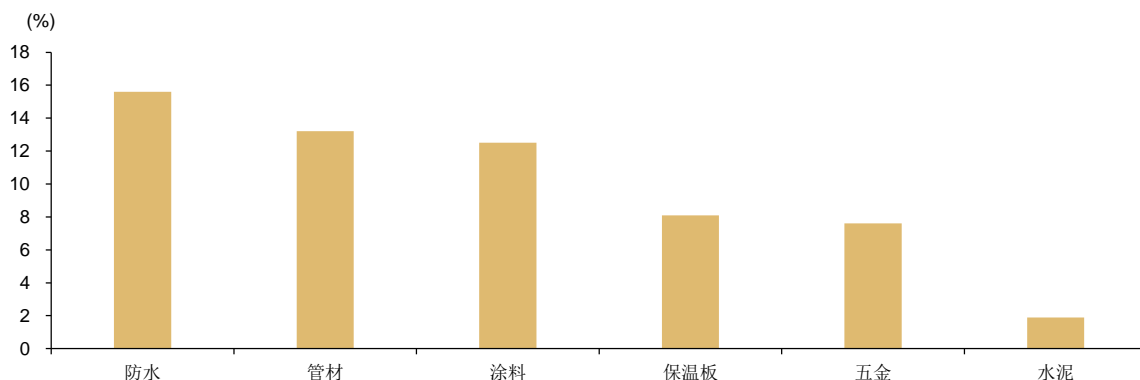
2. 防水、涂料、管材核心受益，石膏板弹性大

我们假设：1）按照规划，全年旧改规模 3.9 万个小区，涉及建筑面积 9.2 亿平方米左右，2）25%小区需完成涉及建筑主体结构改造的项目（如面板加固、平改坡、加装电梯等），50%的小区需完成不涉及建筑主体结构改造的项目（如墙面重涂，小区网管改造等），3）暂不考虑新建设施（医院、便利店等）带来的影响，则

1）旧改对于防水、涂料、管材的需求提振作用较大（超过 10%），

2）石膏板目前在住宅类建筑中渗透率较低，如果政策能够推动石膏板在旧改中的使用，则石膏板的需求弹性较大。

图9 旧改对主要建材品类需求提振测算



资料来源：各行业协会，Wind，住建部，华西证券研究所

2.1. 防水：旧改拉动需求超 15%

防水材料在旧改中主要用于平改坡、面板更换及电梯安装等涉及结构改造的过程。参考《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》（后文简称“北京案例”），假设 25% 小区旧改涉及上述工程，平改坡、面板更换、安装电梯过程中单位建筑面积需要防水材料 1.01/2.72/0.77 平方米，则 2020 年旧改拉动防水材料用量 10.3 亿平方米，市场空间 155 亿元左右，相当于 2019 年规模以上防水企业收入总和的 15.6%（2019 年防水规模以上企业口径发生变化，如果按照老口径，估算提振幅度为 11.5%）。

图10 旧改对防水材料需求提振测算

1) 多层住宅平改坡工程		2) 多层住宅面板更换工程		3) 多层住宅家装电梯工程	
需要小区比例	25%	需要小区比例	25%	需要小区比例	25%
改造小区面积（亿平米）	9.2	改造小区面积（亿平米）	9.2	改造小区面积（亿平米）	9.2
需加固小区面积（亿平米）	2.3	需安装小区面积（亿平米）	2.3	需更换小区面积（亿平米）	2.3
单位面积需要防水材料（平方米）	1.0	单位面积需要防水材料（平方米）	2.7	单位面积需要防水材料（平方米）	0.8
防水材料用量（亿平米）	2.3	防水材料用量（亿平米）	6.2	防水材料用量（亿平米）	1.8
防水材料用量（亿平米）	10.3				
不含税单价（元/平方米）	15				
防水材料拉动空间（亿元）	154.6				
2019 规模以上防水总产值（亿元）	990.4				
拉动幅度（%）	15.6%				

资料来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，中国建筑防水协会，住建部，华西证券研究所

备注：2019 年防水规模企业收入口径发生变化，如果按照老口径，估算提振幅度为 11.5%

三家防水企业东方雨虹、科顺股份、凯伦股份核心受益。以东方雨虹为例，假设其旧改市场 15% 的市占率，则旧改提升公司销量 1.5 亿平米左右，进一步假设每平

米净利润 2.6 元，则可以提升归母净利润 3.9 亿元，相当于我们 2020 年盈利预测的 13.3%。

2.2. 涂料：重涂空间广阔，旧改拉动需求超 12%

涂料在旧改中主要用于内外墙重涂、平改坡及加装电梯等过程。参考北京案例，假设 50% 小区进行内外墙重涂，25% 小区进行平改坡及加装电梯工程，单位建筑面积涂料用量 0.45-0.55 公斤/平米，则 2020 年旧改拉动建筑涂料 90 万吨左右，相当于 2018 年建筑涂料需求总量的 12.5% 左右（根据万得及协会数据估算 2018 年建筑涂料产量 720 万吨左右）。

图 11 旧改对建筑涂料需求提振测算

1) 外墙重涂		2) 内墙重涂	
需要小区比例	50%	需要小区比例	50%
改造小区面积（亿平米）	9.2	改造小区面积（亿平米）	9.2
外墙/建筑面积比例	0.7	外墙/建筑面积比例	2.5
重涂外墙面积（亿平米）	3.2	重涂外墙面积（亿平米）	11.5
单位面积需要涂料重量（公斤/平米）	0.5	单位面积需要涂料重量（公斤/平米）	0.5
涂料用量（万吨）	14.5	涂料用量（万吨）	51.6
3) 多层住宅平改坡工程		4) 多层住宅加装电梯工程	
需要小区比例	25%	需要小区比例	25%
改造小区面积（亿平米）	9.2	改造小区面积（亿平米）	9.2
需更换小区面积（亿平米）	2.3	需更换小区面积（亿平米）	2.3
单位面积需要涂料重量（公斤）	0.5	单位面积需要涂料重量（公斤）	0.5
涂料用量（万吨）	12.5	涂料用量（万吨）	11.2
2020 拉动总建筑涂料需求（万吨）	89.7		
2019 年建筑涂料产量（万吨）	720.0		
拉动幅度（%）	12.5%		

资料来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，中国涂料协会，住建部，华西证券研究所

上市企业三棵树、亚士创能核心受益。以三棵树为例，假设其旧改市场份额 10% 左右，则旧改可以拉动销量 9 万吨，假设工程端涂料 5000 元/吨价格及 7% 净利率，则可提升其归母净利润 3150 万元左右，相当于我们 2020 年盈利预测的 5.3%，但考虑到公司同时有防水业务，且涂料通常搭配辅材销售，我们认为旧改对公司业绩的提振作用大于上述测算。

2.3. 管材：涉及面广，旧改拉动需求超 13%

管材在旧改中的应用范围较广，主要包括给排水系统改造，采暖系统改造、小区外线系统更换、平房翻建、锅炉房煤改气及加装电梯等工程项目。假设 50% 的旧改小区需要进行给排水系统及外线改造，25% 的旧改小区需要进行其余工程，同时参考北京案例中的单位面积使用量，我们测算 2020 年旧改总共拉动管材需求 41.4 亿米，对应市场空间 290 亿元左右，相当于 2018 年行业总产值的 13.2% 左右。

图 12 旧改对建筑涂料需求提振测算

1) 多层住宅加装电梯工程		2) 平房翻建工程	
需要小区比例	25%	需要小区比例	25%
改造小区面积 (亿平米)	9.2	改造小区面积 (亿平米)	9.2
需加装小区面积 (亿平米)	2.3	需翻建小区面积 (亿平米)	2.3
单位面积需要管材长度 (米)	0.7	单位面积需要管材长度 (米)	1.2
管材用量 (万米)	15,829	管材用量 (万米)	26,841
3) 住宅给排水系统改造工程		4) 住宅采暖系统改造工程	
需要小区比例	50%	需要小区比例	25%
改造小区面积 (亿平米)	9.2	改造小区面积 (亿平米)	9.2
需改造小区面积 (亿平米)	4.6	需改造小区面积 (亿平米)	2.3
单位面积需要管材长度 (米)	0.9	单位面积需要管材长度 (米)	0.4
管材用量 (万米)	41,432	管材用量 (万米)	8,121
5) 锅炉房煤改气工程		6) 小区外线更换工程	
需要小区比例	25%	需要小区比例	50%
改造小区面积 (亿平米)	9.2	改造小区面积 (亿平米)	9.2
需改气小区面积 (亿平米)	2.3	需更换小区面积 (亿平米)	4.6
单位面积需要管材长度 (米)	3.5	单位面积需要管材长度 (米)	5.2
管材用量 (万米)	81,372	管材用量 (万米)	240,469
管材总用量 (亿米)	41.4		
单价 (元/米)	7		
管材拉动空间 (亿元)	289.8		
2018管材市场空间 (亿元)	2,193.8		
提振幅度	13.2%		

资料来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，中国塑协，住建部，华西证券研究所

由于旧改采购多为小 B 端，我们认为旧改管材受益核心标的是伟星新材、永高股份、雄塑科技及东宏股份等。

2.4. 石膏板：目前渗透率低，弹性大

石膏板在旧改中可能的应用范围是入室装修中的屋内吊顶翻新。假设 1) 单位竣工面积所需石膏板面积 3.2 平米，2) 其中 70%用于吊顶，3) 25%需要入室翻新吊顶的小区全部使用石膏板，则我们估算 2020 年旧改可以拉动石膏板需求 5.15 亿平米，相当于 2019 年石膏板产量的 15.5%左右。

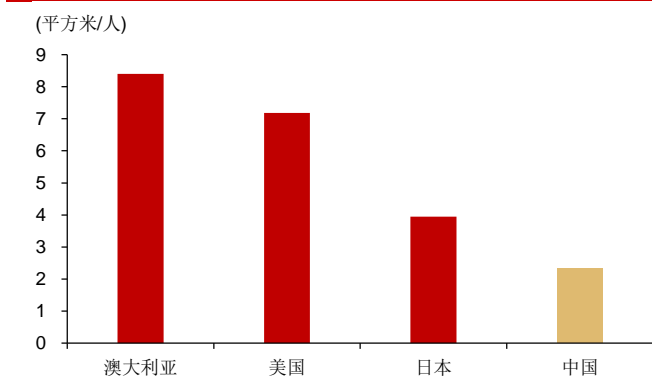
表 6 旧改对石膏板需求提振作用测算

改造小区面积 (亿平米)	9.2
单位面积需要石膏板面积 (平米)	3.2
使用石膏板翻新的建筑比例	25%
石膏板中用于吊顶的比例	70%
石膏板总产量 (亿平米)	5.2
2019 石膏板产量 (亿平米)	33.2
提振幅度	15.5%

资料来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，北新建材年报，华西证券研究所

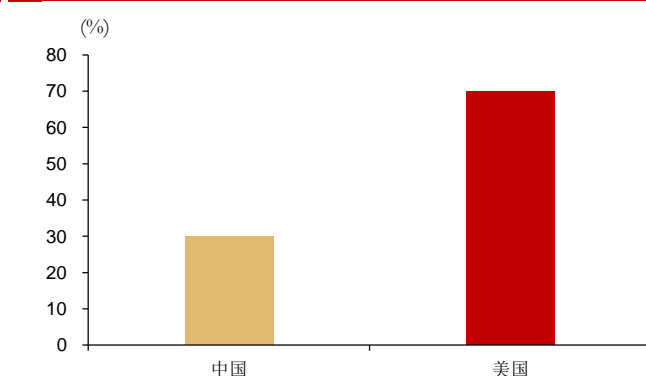
由于我国装配式建筑普及度不高，我国石膏板行业在住宅中渗透率仍然较低，目前我国人均石膏板用量 2.3 平方米左右，远低于发达国家的 7-9 平米，其中仅 30% 用于住宅，远低于发达国家的 70%。因此我们认为相关政策能否推动石膏板在旧改中的试点应用是需求拉动的关键，如果能够通过政策推动石膏板在旧改中的应用，则将有效提振我国石膏板中长期需求天花板。

图 13 我国石膏板人均使用量显著低于发达国家



资料来源：USG 年报，北新建材年报，华西证券研究所

图 14 中国石膏板用于住宅比例远低于美国



资料来源：中国建材报，USG 年报，华西证券研究所

石膏板核心受益标的为北新建材，目前公司市占率已达 55-60% 左右，同时向 50 亿平米的中长期产能规划稳步迈进。我们认为旧改对于公司的业绩的提振将主要取决于相关政策对于石膏板的推动作用。

2.5. 保温板、五金：需求拉动作用良好，但业绩弹性贡献有限

保温板在旧改中主要用于节能改造及墙板抗震加固等墙体工程中，而五金器具则主要用于门禁、门窗更换过程中。假设旧改中 25% 的小区需要进行上述工程，参考北

京案例的单位面积用量，我们测算旧改总共能够拉动保温板、五金需求 72.5/68.8 亿元左右，相当于 2018 年市场规模的 8.1%/7.6%，对于相关产品的需求提振效果总体良好。

图 15 旧改对于保温板需求提振作用测算

1) 住宅节能改造工程		2) 多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	
需要小区比例	25%	需要小区比例	25%
改造小区面积 (亿平米)	9.2	改造小区面积 (亿平米)	9.2
需改造小区面积 (亿平米)	2.3	需加固小区面积 (亿平米)	2.3
单位面积需要保温板面积 (立方米)	0.1	单位面积需要保温板面积 (立方米)	0.0
保温板用量 (万立方米)	1,196	保温板用量 (万立方米)	874
保温板总用量 (万立方米)	2,070.0		
单价 (元/立方米)	350		
保温板拉动空间 (亿元)	72.5		
保温板市场空间估算 (亿元)	900.0		
提升幅度	8.1%		

资料来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，住建部，华西证券研究所

表 7 旧改对建筑五金需求提振测算

改造小区面积 (亿平米)	9.2
需要改装门窗的小区占比	25%
门窗需求面积 (亿平米)	2.3
每平米门窗需要五金系统套数	0.7
所需五金系统 (亿套)	1.5
单价 (元/套)	45.0
五金拉动空间 (亿元)	68.8
估算建筑五金市场规模 (亿元)	900.0
需求提振幅度	7.6%

资料来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，住建部，坚朗五金招股说明书，华西证券研究所

但我们认为上述产品在旧改中对于上市公司的业绩弹性贡献将总体有限：1) 涉及保温板业务的上市公司为东方雨虹、亚士创能，但保温板业务占其收入比重较小，

且行业格局散、利润率低，对于上市公司业绩贡献有限，2) 五金行业格局散，旧改中的渠道控制存在一定难度。

2.6. 水泥：需求小幅提振

如不考虑新建配套公共设施，则水泥在旧改中主要用于外挂板加固、电梯安装、煤改气等结构改造工程。假设 25%的旧改小区需要进行上述工程，参考北京案例中的单位用量，则测算旧改拉动水泥需求 0.45 亿吨，相当于 2019 年水泥产量的 1.9%，需求贡献有限，但在 2020Q1 受疫情影响较大的背景下，对水泥而言旧改仍不失为全年托底需求的手段之一，而如需通过旧改进一步拉动水泥需求，则需要通过政策手段鼓励在旧改中新建公共配套设施。

图 16 旧改对水泥需求提振测算

1) 多层住宅预制外挂板抗震加固		2) 多层住宅电梯安装	
需要小区比例	25%	需要小区比例	25%
改造小区面积 (亿平米)	9.2	改造小区面积 (亿平米)	9.2
需加固小区面积 (亿平米)	2.3	需安装小区面积 (亿平米)	2.3
单位面积需要水泥重量 (公斤)	104.0	单位面积需要水泥重量 (公斤)	7.9
水泥用量 (亿吨)	0	水泥用量 (亿吨)	0
3) 多层住宅面板更换		4) 锅炉房煤改气	
需要小区比例	25%	需要小区比例	25%
改造小区面积 (亿平米)	9.2	改造小区面积 (亿平米)	9.2
需更换小区面积 (亿平米)	2.3	需更换小区面积 (亿平米)	2.3
单位面积需要水泥重量 (公斤)	80.5	单位面积需要水泥重量 (公斤)	2.1
水泥用量 (亿吨)	0	水泥用量 (亿吨)	0
2020拉动总水泥需求 (亿吨)	0.45		
2019年水泥产量 (亿吨)	23.3		
拉动幅度 (%)	1.9%		

资料来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，数字水泥，住建部，华西证券研究所

3. 风险提示

旧改规模低于预期：如果旧改规模低于预期，则相关建材的需求可能低于预期。

资金支持力度低于预期：如果旧改资金无法有效筹集，则旧改推进力度可能低于预期，同样影响相关建材需求。

系统性风险：贸易摩擦、宏观经济走势可能影响 A 股整体走势及估值。

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郝暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。