

建材行业 2020 年中期策略

建材行业处于阿尔法和贝塔共振期

核心观点:

- **2016 年以来建材行业的阿尔法是什么？** 2016 年以来，建材行业众多细分龙头业绩和股价均处于上升趋势。从这四年的需求端来看，2016-2019 年行业需求环境较为温和，年度需求处在小幅负增长到小幅正增长之间，总量相对平稳；不过也有结构亮点：一是精装房渗透率从 2016 年开始加速提升带来消费建材 2B 业务需求快速增长；二是河砂改机制砂使得减水剂（尤其聚羧酸减水剂）需求快速增长。而供给端是建材行业阿尔法的主要来源，我们仔细分析了 6 个细分子行业，供给格局有两条线索：一是行业高集中度以及高进入门槛带来高稳定性，二是行业集中度持续提升带来优质公司规模快速增长。
- **疫情后需求成色到底怎么样？** 从宏观面看，4 月已经初步呈现分化特征，建筑业表现强劲；从微观面看，水泥景气度已全面好于去年同期，玻璃最差阶段已过。今年疫情影响下政策的“底线思维”给行业需求继续创造了温和环境，反而有利于行业基本面的可持续发展（2016-2019 年行业景气度好并不是因为需求高增长，而是在需求总量较平稳背景下由于行业供给格局变化带来的优质公司业绩持续放量）。
- **中报、三季报可能是接下来的主要线索。** 疫情对整体上市公司业绩影响较大，我们认为建材行业中报和三季报行业将有很多亮点，一方面从短期来看，宏观和微观高频数据都显示行业需求恢复较快较好，另一方面从中期来看，行业供给格局仍是业绩增长的保障。基于中报和三季报预期来看，我们认为可以从两条主线找业绩较好的线索：一是基建链（水泥、减水剂、防水），二是地产 2B 链（消费建材）。
- **投资建议：** 展望 2020 年全年，受国内外疫情影响，逆周期调控力度在加大，逆周期对行业的增量影响主要体现在基建和旧改；房地产竣工回升虽在一季度被疫情打断，不过随着疫情逐步缓和、经济恢复正常，微观跟踪 4 月中下旬以来在快速恢复，预计将重回上升趋势，从结构来看，精装房渗透率持续提升，相应 2B 需求仍保持快速增长态势。而行业供给格局变化将继续带来基本面中期向上。行业基本面和政策面共振将带来估值和业绩提升，继续看好三条主线：一是继续看好早周期基建品种，关注水泥行业的祁连山、天山股份、宁夏建材、万年青、塔牌集团、冀东水泥、中国建材、海螺水泥（A+H），减水剂行业双龙头垒知集团、苏博特，防水行业的东方雨虹；二是看好地产竣工链品种，关注兔宝宝、蒙娜丽莎、旗滨集团、北新建材；三是继续看好弱周期、成长性较好的品种，关注山东药玻。
- **风险提示：** 宏观经济继续下行风险，货币房地产等政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，公司经营风险。

行业评级

持有

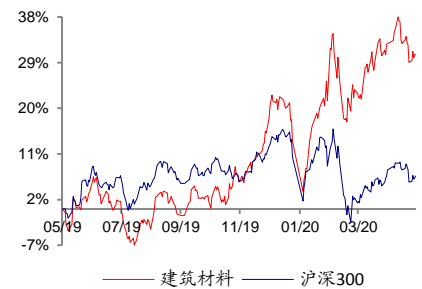
前次评级

持有

报告日期

2020-05-31

相对市场表现



分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630

xielu@gf.com.cn

相关研究:

建筑材料行业:两会投资领域 2020-05-24

聚焦新老基建及“旧改”，
行业高景气有望延续

建筑材料行业:基建和地产投 2020-05-17

资明显修复，水泥已好于去
年，玻璃最差阶段已过

建筑材料行业:水泥继续超预 2020-05-10

期，玻璃最差阶段已过，三
条主线优选高景气龙头

联系人:

李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海螺水泥	600585.SH	RMB	56.80	2020/4/28	买入	70.31	6.04	5.89	9.40	9.64	6.24	5.83	18.9	15.6
海螺水泥	00914.HK	HKD	58.05	2020/4/28	买入	77.07	6.04	5.89	8.84	9.07	6.24	5.83	18.9	15.6
华新水泥	600801.SH	RMB	24.85	2020/4/29	买入	29.40	2.65	3.09	9.38	8.04	7.66	6.60	22.5	22.5
旗滨集团	601636.SH	RMB	5.80	2020/4/19	买入	6.27	0.57	0.68	10.18	8.53	5.23	4.36	17.1	18.4
山东药玻	600529.SH	RMB	45.93	2020/5/12	买入	43.65	0.97	1.18	47.35	38.92	32.08	26.68	13.4	14.4
中国巨石	600176.SH	RMB	8.83	2020/3/23	买入	10.44	0.56	0.70	15.77	12.61	10.73	9.32	11.1	12.2
中材科技	002080.SZ	RMB	11.82	2020/3/18	买入	14.85	1.07	1.08	11.05	10.94	9.80	9.81	13.3	11.8
长海股份	300196.SZ	RMB	10.15	2020/4/27	买入	17.00	0.80	1.12	12.69	9.06	7.36	5.54	11.1	13.4
东方雨虹	002271.SZ	RMB	38.55	2020/4/28	买入	46.50	1.86	2.30	20.73	16.76	17.18	13.75	24.1	24.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	11.96	2020/4/29	买入	13.57	0.59	0.68	20.27	17.59	15.24	13.24	23.2	25.7
北新建材	000786.SZ	RMB	23.17	2020/4/28	买入	30.80	1.54	2.03	15.05	11.41	12.86	9.97	16.5	18.6
帝欧家居	002798.SZ	RMB	37.89	2020/4/30	买入	32.94	1.83	2.22	20.70	17.07	11.31	9.05	16.7	17.4
兔宝宝	002043.SZ	RMB	9.96	2020/5/12	买入	10.71	0.63	0.81	15.81	12.30	10.04	7.23	23.2	25.8
冀东水泥	000401.SZ	RMB	17.36	2020/4/24	买入	24.85	2.64	3.03	6.58	5.73	2.77	1.97	18.8	17.7
祁连山	600720.SH	RMB	15.98	2020/5/13	买入	26.00	2.60	2.93	6.15	5.45	4.61	3.93	24.6	23.2
塔牌集团	002233.SZ	RMB	12.19	2020/4/25	买入	16.45	1.68	1.84	7.26	6.63	5.48	4.87	18.4	18.0
中国建材	03323.HK	HKD	8.70	2020/4/13	买入	12.38	1.65	2.17	4.85	3.69	4.73	3.40	15.2	17.2
垒知集团	002398.SZ	RMB	12.45	2020/5/27	买入	16.17	0.77	1.00	16.17	12.45	9.68	7.06	15.9	17.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中股价数据来源于Wind资讯统计2020年5月29日该公司收盘市值；表中2020年和2021年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告；海螺水泥H股和中国建材EPS的单位是人民币元/股，收盘价、合理价值单位是港元/股。

目录索引

一、2016 年以来建材行业的阿尔法是什么	6
（一）2016 年建材行业众多细分龙头业绩和股价均处于上升态势	6
（二）2016-2019 年的温和需求环境：总量平稳，结构有亮点	8
（三）2016-2019 年供给是主线：两条线索	12
二、疫情后需求成色到底怎么样？	25
（一）从宏观面看，4 月已经初步呈现分化特征，建筑业强劲	25
（二）从微观面看，水泥景气度已全面好于去年同期，玻璃最差阶段已过	25
（三）政策的“底线思维”为需求创造温和环境，防范强刺激带来的过分透支，反 而有利于基本面更持续	27
三、中报、三季报可能是接下来的重要线索	29
四、风险提示	33

图表索引

图 1: 2016-2020 年水泥和减水剂公司相对收益	7
图 2: 2016-2020 年消费建材公司相对收益	8
图 3: 2009-2019 年水泥产量及同比增速	8
图 4: 2009-2019 年地产投资和广义基建投资	8
图 5: 2009-2019 年房地产新开工面积及同比增速	9
图 6: 2009-2019 年房地产竣工面积及同比增速	9
图 7: 精装房开盘数量及同比增速	9
图 8: 精装房渗透率	9
图 9: 全国精装修/全装修政策颁布数量及变化	10
图 10: 我国聚羧酸减水剂历年销量及同比增速	12
图 11: 2012 年以来水泥、玻璃、螺纹钢、PVC 价格走势 (元)	13
图 12: 水泥、玻璃、钢铁行业产能集中度情况	14
图 13: 2009-2020 年水泥行业新增产能	15
图 14: 2009-2019 年水泥行业新增产能增速与利润率	15
图 15: 水泥传统周期传导机制	15
图 16: 水泥新周期传导机制	15
图 17: 全国各地错峰限产天数一览 (天)	16
图 18: 海螺水泥贸易量占长三角水泥产量的比例	17
图 19: 2018 年聚羧酸减水剂十强市占率	17
图 20: 2019 年混凝土的成本构成	18
图 21: 北新建材石膏板产量及市占率	19
图 22: 北新建材毛利率、营业利率和销量同比增速	19
图 23: 防水行业三家上市公司市占率	21
图 24: 2019 中国工程涂料品牌排名	23
图 25: 2019 中国装饰漆零售品牌排名	23
图 26: 瓷砖公司产量市占率	24
图 27: 瓷砖公司收入市占率	24
图 28: 2020 年 1-4 月水泥累计产量同比-14.41%	26
图 29: 全国水泥价格高于去年同期 (单位:元/吨)	26
图 30: 全国水泥库容比 (%)	26
图 31: 全国水泥出货率 (%)	26
图 32: 2020 年 1-4 月平板玻璃累计产量同比-0.3%	27
图 33: 5 月份全国玻璃价格开始回升 (单位:元/吨)	27
图 34: 全国玻璃库存 (单位: 万重箱)	27
图 35: 玻璃期货 2009	27
图 36: 强刺激带来水泥价格高波动	28
图 37: 17 (/28) 个行业录得历史最差/次差 Q1 增速	29
图 38: 20 年利润增速预测	30
图 39: 2020 年初至今与 2019 年同期高标水泥价差及提升幅度	31

图 40: 全国各地 4 月单月水泥产量同比增长	31
图 41: 全国各地 1-4 月水泥产量累计同比增长	32
表 1: 2016-2019 年水泥和减水剂部分公司收入增速	6
表 2: 2016-2019 年水泥和减水剂部分公司归属净利润增速	6
表 3: 2016-2019 年消费建材公司收入增速	7
表 4: 2016-2019 年消费建材公司归属净利润增速	7
表 5: 部分精装修政策	10
表 6: 精装房建材、卫浴和厨房部品配置率超过 98%	11
表 7: 四种周期品价格体系对比	13
表 8: 水泥行业集中度情况	14
表 9: 石膏板三年内首选率变化情况	20
表 10: 石膏板平均价格	20
表 11: 近五年防水类材料首选率排名	22
表 12: 近五年涂料首选率排名	23
表 13: 建筑陶瓷类五年内首选率变化情况	24
表 14: 单季环比外推及单季利润占比, 预测 2020Q1 及 2020 全年 A 股剔除金融 利润增速	30
表 15: 2019 年消费建材工程零售渠道收入占比估计	32

一、2016 年以来建材行业的阿尔法是什么

（一）2016 年建材行业众多细分龙头业绩和股价均处于上升态势

2016年以来，大水泥（水泥和减水剂）和消费建材众多细分龙头公司业绩都处于持续快速增长态势。由于业绩持续较好表现也带来股价的持续超额收益。

表1：2016-2019年水泥和减水剂部分公司收入增速

公司	当年收入增速				累计收入增速（2015 年至各数据列年末）			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
海螺水泥	10%	35%	70%	22%	10%	48%	152%	208%
华新水泥	2%	54%	31%	14%	2%	57%	107%	137%
华润水泥控股	-4%	17%	29%	1%	-4%	12%	45%	46%
祁连山	6%	17%	-3%	20%	6%	23%	19%	43%
垒知集团	3%	44%	36%	25%	3%	48%	102%	152%
苏博特	0%	28%	38%	43%	0%	28%	76%	152%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：2016-2019年水泥和减水剂部分公司归属净利润增速

公司	当年归属净利润增速				累计归属净利润增速（2015 年至各数据列年末）			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
海螺水泥	13%	86%	88%	13%	13%	111%	297%	347%
华新水泥	340%	360%	149%	22%	340%	1922%	4942%	6072%
华润水泥控股	31%	173%	121%	8%	31%	256%	686%	749%
祁连山	-7%	245%	14%	88%	-7%	221%	265%	589%
垒知集团	-17%	14%	30%	62%	-17%	-5%	23%	99%
苏博特	-22%	1%	101%	32%	-22%	-22%	57%	107%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 1：2016-2020年水泥和减水剂公司相对收益

公司	当年相对收益					累计相对收益				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
海螺水泥	14%	69%	24%	64%	7%	15%	90%	121%	278%	292%
华新水泥	9%	79%	39%	100%	-3%	9%	85%	148%	406%	377%
华润水泥控股	32%	41%	55%	42%	13%	-72%	-8%	115%	271%	285%
祁连山	8%	22%	-10%	69%	37%	6%	28%	11%	68%	118%
垒知集团	-5%	8%	-11%	2%	100%	-6%	0%	-10%	-12%	69%
苏博特		28%	-10%	16%	67%		41%	21%	47%	136%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注 1：苏博特计算累计相对收益的基准日为上市日，其余企业均为 2015 年末；注 2：A 股相对收益为相对万得全 A，H 股相对收益为相对恒生指数；注 3：2020 年的收益截止 2020 年 5 月 29 日

表3：2016-2019年消费建材公司收入增速

公司	当年收入增速				累计收入增速（2015 年至各数据列年末）			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
东方雨虹	32%	47%	36%	29%	32%	94%	165%	242%
北新建材	8%	37%	13%	6%	8%	48%	66%	76%
中国联塑	13%	18%	16%	11%	13%	34%	56%	73%
永高股份	7%	21%	17%	17%	7%	29%	52%	78%
三棵树	28%	34%	37%	67%	28%	72%	136%	293%
坚朗五金	16%	17%	21%	36%	16%	37%	66%	126%
蒙娜丽莎	47%	24%	11%	19%	47%	83%	103%	141%
欧神诺	13%	32%	53%	36%	13%	50%	130%	213%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表4：2016-2019年消费建材公司归属净利润增速

公司	当年归属净利润增速				累计归属净利润增速（2015 年至各数据列年末）			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
东方雨虹	41%	20%	22%	37%	41%	70%	107%	183%
北新建材	31%	100%	5%	-82%	31%	161%	175%	-51%
中国联塑	19%	19%	9%	21%	19%	41%	54%	87%
永高股份	-17%	-10%	27%	110%	-17%	-26%	-6%	98%
三棵树	16%	32%	26%	83%	16%	52%	93%	252%
坚朗五金	20%	-25%	-10%	155%	20%	-9%	-18%	108%
蒙娜丽莎	101%	29%	20%	19%	101%	161%	213%	274%
欧神诺	24%	38%	50%	45%	24%	71%	156%	271%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2016-2020年消费建材公司相对收益

公司	当年相对收益					累计相对收益				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
东方雨虹	29%	81%	-18%	70%	43%	25%	115%	49%	149%	260%
北新建材	3%	15%	-14%	54%	-10%	1%	104%	56%	143%	123%
中国联塑	-4%	-34%	-7%	164%	14%	-104%	-138%	-138%	-10%	6%
永高股份	-1%	-35%	3%	11%	67%	-2%	-33%	-22%	-24%	15%
三棵树	220%	-8%	-7%	186%	33%	233%	221%	144%	571%	862%
坚朗五金	76%	-50%	-21%	176%	157%	89%	5%	-17%	64%	342%
蒙娜丽莎		24%	-27%	78%	60%		32%	-10%	28%	100%
帝欧家居	342%	-21%	0%	59%	47%	355%	274%	193%	403%	655%

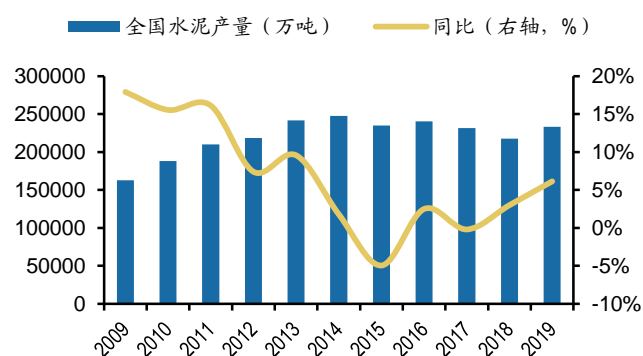
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注 1：三棵树、坚朗五金、蒙娜丽莎、帝欧家居计算累计相对收益的基准日为上市日，其余企业均为 2015 年末；注 2：A 股相对收益为相对万得全 A，H 股相对收益为相对恒生指数；注 3：2020 年的收益截止 2020 年 5 月 29 日

（二）2016-2019 年的温和需求环境：总量平稳，结构有亮点

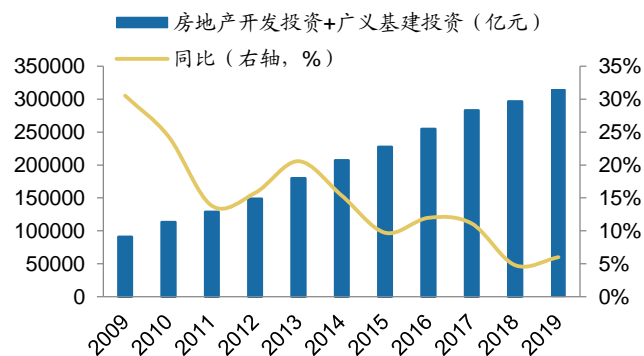
2016-2019 年众多细分龙头业绩持续快速增长背后并没有对应高增长的需求环境。几个主要需求指标都反映 2016-2019 年行业需求处于一个较为温和的环境，年度需求处在小幅负增长到小幅正增长之间，总量相对平稳。而且从 2009 年以来数据来看，行业需求明显分为三个阶段，2009-2012 年“4 万亿”带来的需求高增长期，2013-2015 年需求回落期，2016-2019 年的需求平稳期。

图 3：2009-2019 年水泥产量及同比增速



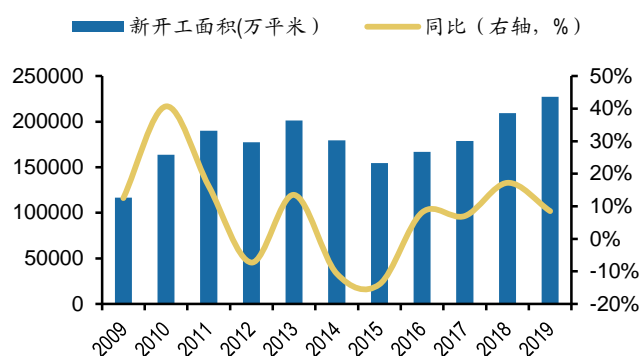
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 4：2009-2019 年地产投资和广义基建投资



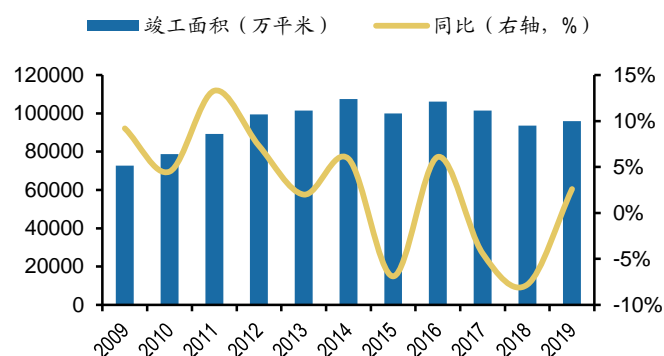
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图5：2009-2019年房地产新开工面积及同比增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

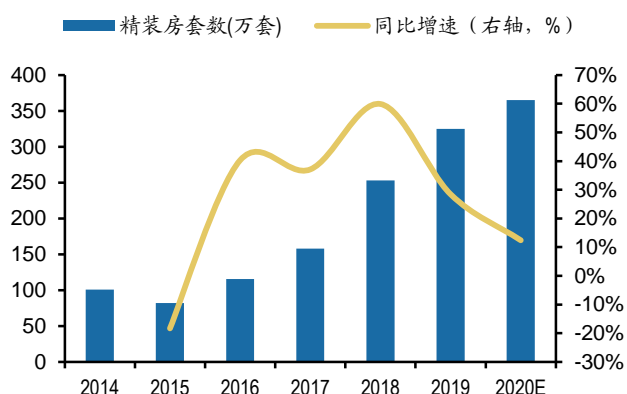
图6：2009-2019年房地产竣工面积及同比增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

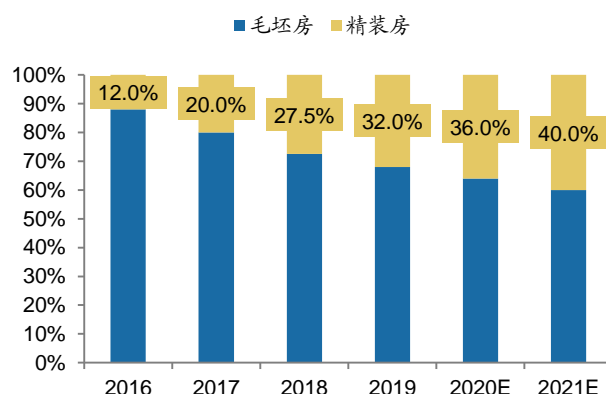
不过也有结构亮点：一是精装房渗透率从2016年开始加速提升带来消费建材2B业务需求快速增长，预计未来2-3年仍将持续；背后的背景是2016年国家和地方政府开始加速推出全装修相关政策；2017年5月发布的《建筑业发展十三五规划》提出到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，此外各省、市政府也对辖区内的建筑业交房标准提出了要求；根据奥维云网统计，自2016年起，国家和各省市密集推出精装修/全装修政策，2016年、2017年、2018年分别出台13条、21条、21条政策，这些政策大多对全装修的比例有要求，如海南省要求自2017年7月1日起各市县商品住宅项目要全部实行全装修，四川省要求到2020年新建住宅全装修达到50%。

图7：精装房开盘数量及同比增速



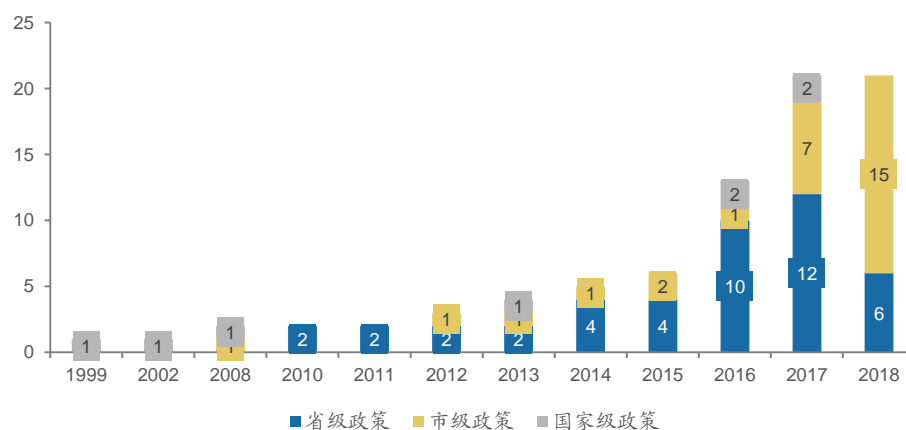
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图8：精装房渗透率



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 9：全国精装修/全装修政策颁布数量及变化



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

表5：部分精装修政策

时间	区域	文件/会议	内容
2018 年 8 月	山西	《山西省人民政府办公厅 关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》	2025 年，全省新开工全装修住宅面积占比力争达到 60% 以上，其中太原市中心城区力争达到 100%
2018 年 5 月	湖北	《省人民政府关于促进全省建筑业改革发展二十条意见》	2019 年 1 月 1 日起，全省各城市新建商品住宅中，全面推行一体化装修技术。
2018 年 1 月	天津	《天津市装配式建筑“十三五”发展规划》	2025 年，新建住宅 100% 实现全装修交付
2017 年 8 月	河南	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	2018 年 1 月 1 日起，河南省所有市、县新开工建设商品住宅，全部都要按照成品住宅设计建设（不含 4 层以下住宅及单套面积大于 200 平方米的住宅）。
2017 年 5 月	海南	《海南省商品住宅全装修管理办法（试行）》	提出海南省自 2017 年 7 月 1 日（含）后取得施工许可证的商品住宅工程（以下简称住宅工程）全部实行全装修。
2017 年 4 月	全国	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%
2017 年 12 月	江苏	《有关省政府关于促进建筑业改革发展的意见》	至 2020 年，设区市新建商品房全装修比例达到 50% 以上
2016 年 9 月	浙江	《浙江省人民政府办公厅关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	明确自 2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。
2016 年 3 月	四川	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到 2020 年，新建住宅全装修达到 50%。到 2025 年，新建住宅全装修要达到 70%。
2016 年 11 月	山东	《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》	要求大力推广住宅精装修；2017 年，设区城市新建高层住宅实行全装修。
2014 年 12 月	安徽	《关于加快推进建筑产业现代化的指导意见》	到 2017 年末，政府投资的新建建筑或全部实施全装修。

2013 年 9 月	内蒙古	《关于推进住宅全装修工作的意见》	力争通过 5 年左右的时间，新建住宅全装修比例达到 80% 以上，基本实现新建住宅全装修竣工。
2012 年 6 月	河北	《关于推进新建住房全装修工作的意见》	通过 5 年时间，新建住房全装修比例不低于 60%；设区市基本实现住房全装修竣工。

数据来源：各地政府官网，广发证券发展研究中心

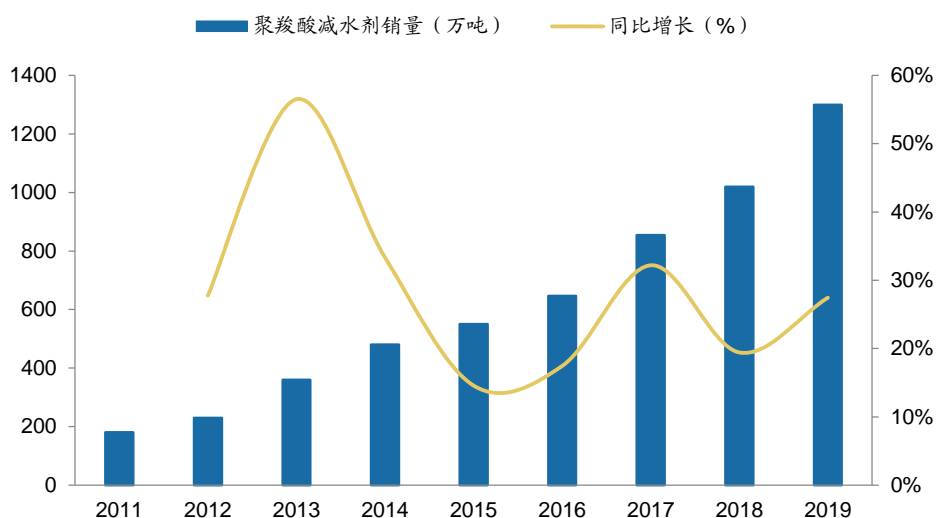
表6：精装房建材、卫浴和厨房部品配置率超过98%

分类	部品	2018 年配套量 (万套)	2018 年增长率	2018 年配置率	2019 年配套量 (万套)	2019 年增长率	2019 年配置率
建材部 品	户内门	251.6	59.9%	99.5%	318.0	26.4%	99.6%
	瓷砖	252.7	59.7%	99.9%	318.6	26.1%	99.8%
	木地板	245.2	61.8%	96.9%	300.8	22.7%	94.2%
	开关插座	253.0	59.9%	100.0%	319.3	26.2%	100.0%
	乳胶漆	250.1	58.1%	98.9%	313.9	25.5%	98.3%
卫浴部 品	坐便器	252.9	59.9%	100.0%	318.6	26.0%	99.8%
	卫浴五金	252.6	59.8%	99.9%	318.3	26.0%	99.7%
	洗面盆	252.9	59.8%	99.9%	318.6	26.0%	99.8%
	浴室柜	250.4	62.3%	99.0%	314.0	25.4%	98.4%
厨房部 品	橱柜	251.1	59.5%	99.3%	316.7	26.1%	99.2%
	厨房水槽	251.3	59.6%	99.4%	316.6	26.0%	99.2%

数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

二是河砂改机制砂使得减水剂（尤其是聚羧酸减水剂）需求快速增长；背后的背景是2017年十九大报告中指出，必须树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，环保更加严格，使得河砂被更加严格限制开采，机制砂加速替代，而随着机制砂普遍使用后减水剂的单位用量明显提升；在垒知集团子公司科之杰科研员工发表《机制砂对混凝土性能影响及解决措施》论文中指出，随着机制砂的用量的提升，为了达到同样的混凝土初始坍落度及扩展度，外加剂掺量需要提高。在机制砂占比由0%提升至100%的过程中，达到同样的混凝土初始坍落度及扩展度，外加剂（10%的含固量）掺量由1.8%提升至2.2%，单位用量提升幅度达到22%；即使如此，机制砂占比高的混凝土经时损失依旧变大，含气量降低，主要原因在于机制砂中石粉含量要高于河砂，机制砂颗粒呈不规则形状，导致混凝土初始流动性差，经时损失大，因此要求混凝土减水剂质量要好（减水率要高，保坍性能要好）、单位用量要足；在机制砂对河砂的替代过程中，为了保证初始坍落度及扩展度，减水剂（尤其是第三代聚羧酸减水剂）的单位用量提升，这也使得减水剂行业需求比整个建材行业需求增长更有弹性。

图10: 我国聚羧酸减水剂历年销量及同比增速



数据来源：中国混凝土网，广发证券发展研究中心

（三）2016-2019 年供给是主线：两条线索

建材行业细分领域较多，不同细分行业供给格局和供给逻辑不一样，我们试从6个细分行业为例来分析为什么供给是这几年的主线。总结来看，供给端的影响主要体现在两个方面：一是行业高集中度以及高进入门槛（包括市场门槛和政策门槛）带来高稳定性，二是行业集中度持续提升带来优质公司规模快速增长。

1、水泥行业：“区域高集中度”格局，供给政策、竞合关系变化带来高稳定性

为了更好的说明水泥供给格局对水泥价格的影响，我们把水泥行业和其他相关的中游周期品来做比较，我们选择了和水泥需求相近的玻璃、螺纹钢、PVC行业作为比较，考虑到数据可得性以及水泥行业格局初步形成的时间，我们选择2012-目前共8年多时间作为比较；其中2012年-2015年间，宏观经济处于下行周期，这些和投资相关的中游周期品价格都普遍处于下行周期；2016年-目前，由于宏观经济回升企稳和供给侧改革，这些中游周期品价格都普遍处于上涨周期。

我们比较了5个品类（为了说明水泥供给格局的影响，我们选取了全国水泥均价和长三角水泥均价两个指标）在大的下行周期中价格最大跌幅、大的上行周期中价格最大涨幅、价格波动率三个指标来说明。2012-2015年下行周期中，价格高点到低点水泥、长三角水泥、玻璃、螺纹钢、PVC价格分别下跌36%、48%、30%、58%、31%。

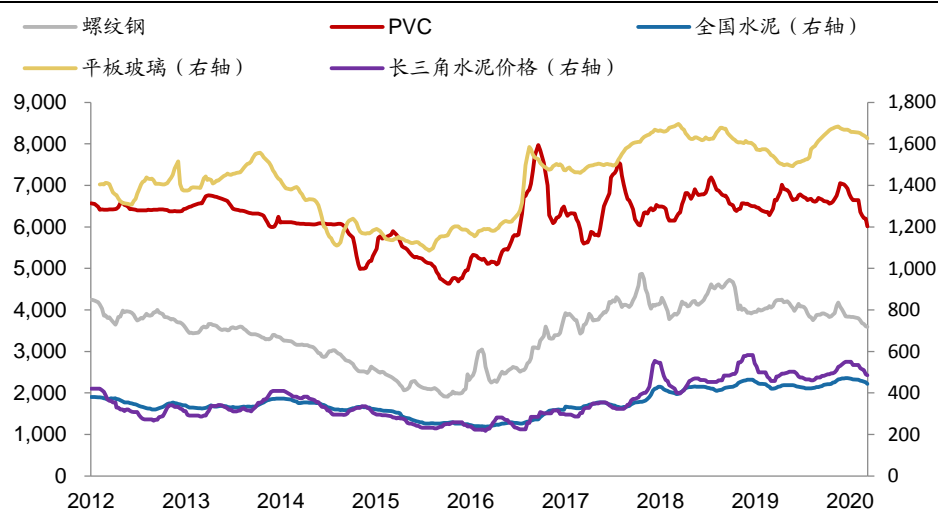
2016年初开始这些周期品价格触底后进入上涨通道，但上涨幅度和波动率有差异：水泥价格自2016年3月触底，随后一路上涨，至今没有大幅回调，涨幅达99%；长三角水泥自2016年3月触底，随后一路上涨，至今没有大幅回调，涨幅达159%；平板玻璃价格从2016年初触底反弹至9月，上涨了37%创下当时新高，随后以1年左右为周期上下波动，自2016年初触底至今上涨幅度50%；螺纹钢从2015年底触底后波动上升，在2017年底创新高，涨幅155%，随后波动下滑，自触底至今上涨

幅度88%；PVC从2015年底触底反弹至16年11月创新高，涨幅72%，随后宽幅震荡，最大振幅42%，触底至今上涨幅度30%。

从价格波动率来看，水泥（包括长三角水泥）在这8年多时间价格波动率最低。

综合来看，相比其他投资类周期品，水泥价格在行业下行期跌幅较小，在行业上行期涨幅最大，而且波动率最小，表现明显好于其他相关品类。

图11：2012年以来水泥、玻璃、螺纹钢、PVC价格走势（元）



数据来源：Wind，中国氯碱网，中国玻璃信息网，数字水泥网，广发证券发展研究中心

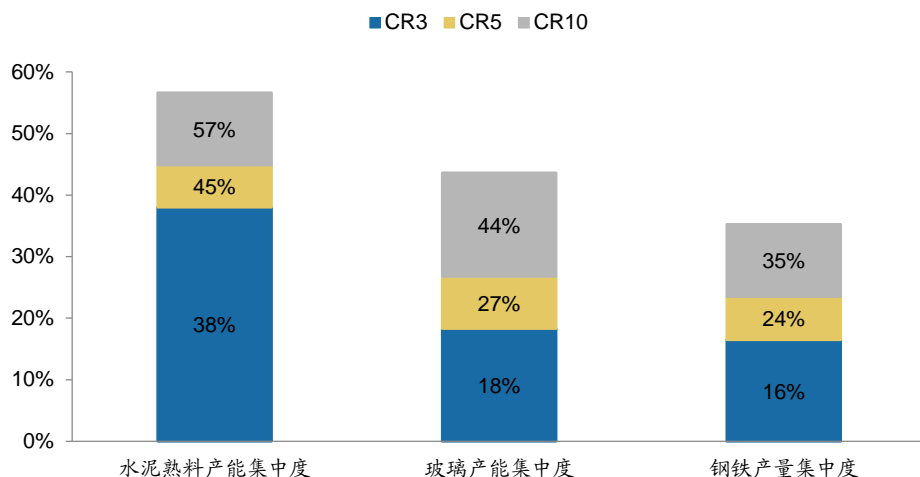
表7：四种周期品价格体系对比

	水泥（全国）	水泥（长三角）	玻璃	螺纹钢	PVC
下行周期最大跌幅	36%	48%	30%	58%	31%
上行周期最大涨幅	99%	159%	56%	155%	72%
波动率（2012/1/1 至今标准差）	63	94	178	735	610

数据来源：Wind，中国氯碱网，中国玻璃信息网，数字水泥网，广发证券发展研究中心

归因分析，我们认为主要原因还是来自供给端：水泥行业较高的集中度（尤其是区域集中度更高）以及区域内大企业较好的竞合关系使得行业的供给协同更容易达成；而水泥行业随开随停的生产特性（不像钢铁、玻璃行业那样必须连续生产），使得减产行为更容易操作；同时2016年以来随着行业新增供给被严格控制、错峰生产政策严格执行使得供给格局变得更牢靠。从水泥分区域的集中度情况来看，更加凸显集中度的优势：核心区域CR3集中度均在50%以上，最高接近了80%。

图12: 水泥、玻璃、钢铁行业产能集中度情况



数据来源：数字水泥网，中钢协，广发证券发展研究中心

表8: 水泥行业集中度情况

地区	前三企业	CR3	CR1
京津冀	金隅&冀东、曲寨、新峰	62%	50%
甘肃	祁连山、海螺、宁夏	62%	41%
山东	中联、山水、泉兴中联	63%	32%
湖北	华新、葛洲坝、亚洲水泥	67%	37%
宁夏	宁夏建材、宁夏瀛海、上峰水泥	60%	33%
贵州	西南、海螺、台泥	52%	25%
新疆	天山、青松建化、新疆天业	57%	33%
长三角	中国建材、海螺、红狮	76%	34%
湖南	南方、海螺、华新	64%	28%
陕西	尧柏、冀东、海螺	63%	26%
两广	华润、海螺、台泥	53%	24%
江西	南方、万年青、海螺	57%	23%
河南	中联、天瑞、湖波水泥	59%	30%
东北地区	北方、天瑞、山水	43%	24%
云南	西南、云南、华新	43%	19%
重庆	西南、东方希望、海螺	46%	19%
福建	华润、福建水泥、红狮	37%	13%
山西	山水、冀东、华润	32%	13%

数据来源：水泥地理，广发证券发展研究中心

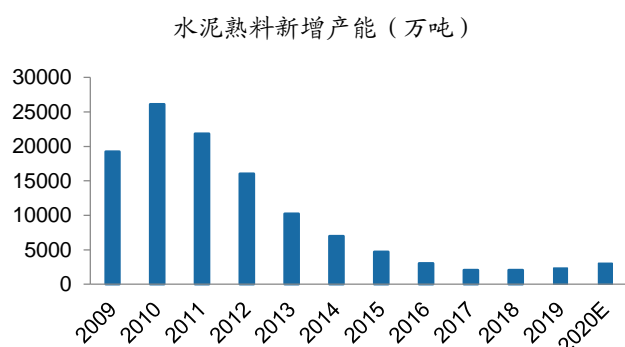
而且2016年以来，水泥行业供给端出现三个有利变化使得行业供给稳定性更强：

一是行业新增供给被有效控制，盈利扩张没有带来新增供给扩张；行业自2016年以

来每年表观新增熟料产能2000-3000万吨之间，如果考虑到等量或减量置换关停掉的有效产能，实际新增供给比这个更少；行业盈利扩张并没有带来新增供给的扩张，使得以往的供需循环逻辑被破坏；而行业新增供给被有效控制主要来自行业产能政策被严格执行。

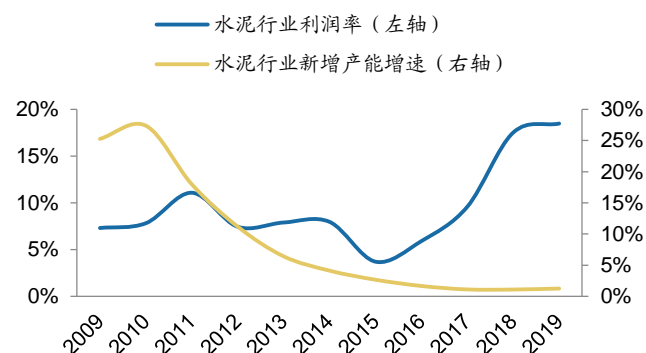
- 2015年，由工信部产业政策司印发的《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》指出水泥等产能过剩行业，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目产能的1.25倍予以核定，其他地区实施等量置换。同时，政策支持跨地区产能置换。
- 2018年，工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》指出，除西藏地区执行等量置换外，位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于其他非环境敏感地区的新建项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能，进一步加大了减量置换力度，且对于置换的产能限定更加严格、产能指标核定也更加严格。
- 2020年1月3日，工信部原材料司对水泥、玻璃行业产能置换政策具体操作进行了进一步的解答，并进一步明确了具体置换细则。对产能置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；产能置换比例维持不变，支持重点地区水泥行业磷石膏资源化利用；维持置换产能“投前先关”的规定，同时加大监督管理力度。

图13: 2009-2020年水泥行业新增产能



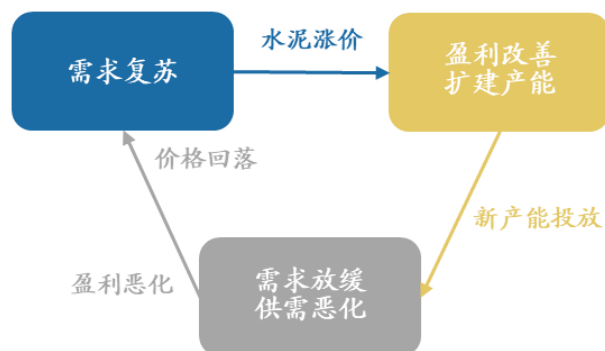
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图14: 2009-2019年水泥行业新增产能增速与利润率



数据来源: 工信部, 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图15: 水泥传统周期传导机制



数据来源: 广发证券发展研究中心

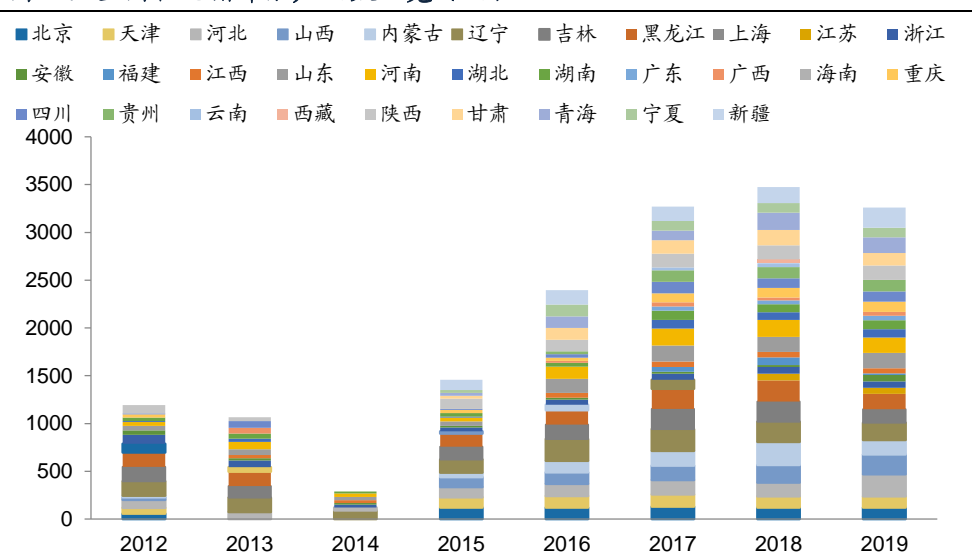
图16: 水泥新周期传导机制



数据来源: 广发证券发展研究中心

二是行业存量产能被错峰生产政策有效压缩；错峰生产本来是水泥行业独有的协同行为，2016年开始被纳入行业供给侧改革范畴。早在2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产；2014年12月晋冀鲁豫京津四省两市行业协会联合发出《泛华北地区水泥企业错峰生产自律公约》；2015年升级为工信部和环保部发文要求北方十五省全部参与冬季错峰生产，2016年由国办发34号文件明确南北方冬季和夏季错峰，后工信部和环保部联合发文明确了2016-2020年错峰生产常态化。由于错峰生产较好执行，2016-2019年每年的实际存量产能被严格压缩，带来了持续的行业供给收缩，使得供需关系得以优化。由于目前错峰生产政策执行到2020年，需重点关注2020年下半年政策延续性问题。

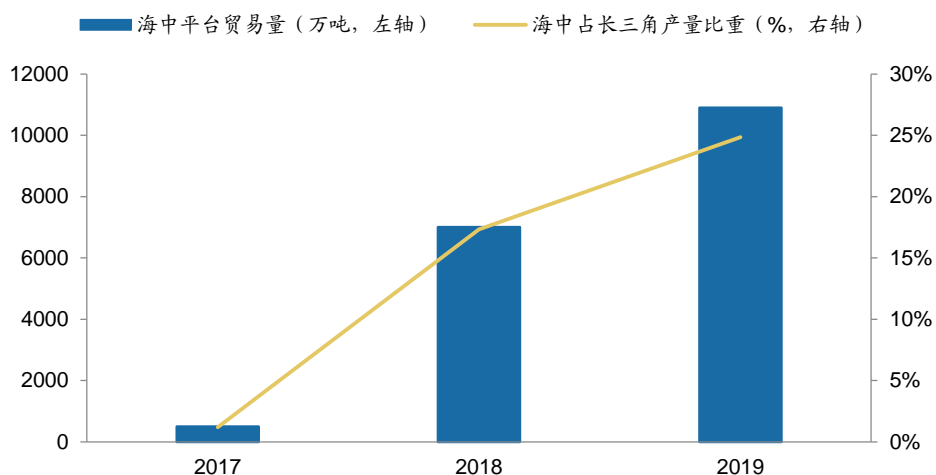
图17：全国各地错峰限产天数一览（天）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

三是核心区域大企业之间竞合关系发生变化；和过去行业周期相比，2016年以来行业格局发生较大变化的地方在于核心区域大企业竞合关系发生了很大变化，主要体现在长三角（江浙沪皖）地区的海螺水泥和中国建材、京津冀地区的冀东水泥和金隅股份；海螺水泥和中国建材从以往较强的竞争对抗转化为合作为主，而且成立了联合销售公司，安徽海中贸易公司的设立进一步强化了行业自律，避免恶性竞争，使得大企业对区域的控制力更强，2017年平台贸易量仅占长三角水泥产量的1.5%，这一比例在2018年提升至17.3%，2019年进一步提升至24.8%，这使得大企业对区域市场控制力大大加强，有效抵御外来熟料对区域价格稳定体系的冲击；而金隅股份收购冀东水泥成为京津冀地区绝对龙头后，更使得该地区水泥生态发生了很大变化。

图18: 海螺水泥贸易量占长三角水泥产量的比例

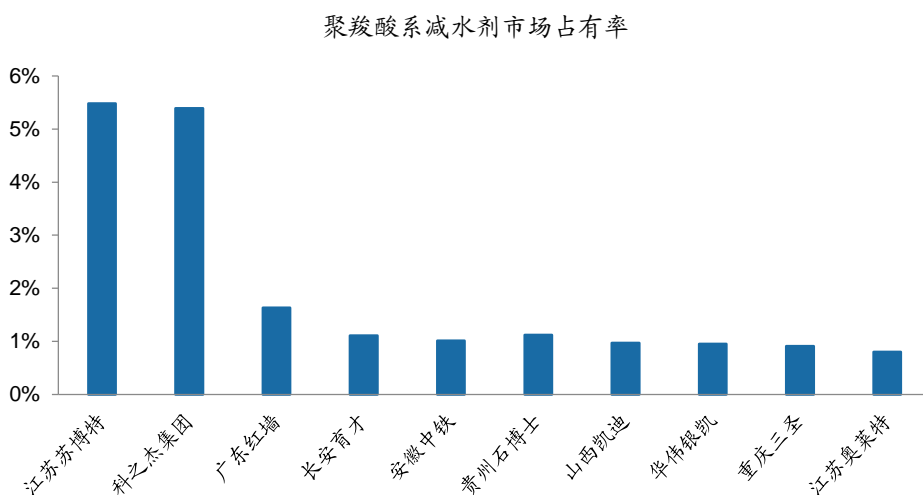


数据来源：公司年报、半年报、季报，国家统计局，广发证券发展研究中心

2、减水剂行业：“二超多强、行业分散”格局，集中度将持续提升

减水剂行业目前处于“二超多强、行业分散”格局状态；根据2018年中国混凝土网“东科杯”及“奥克杯”评比的外加剂综合十强及聚羧酸系减水剂十强榜单显示，一方面二超（苏博特和科之杰）规模领先同行甚多（背后是综合竞争力的大幅领先），另一方面行业整体集中度仍较低，苏博特与科之杰（垒知集团子公司）市占率均为5%左右，未来提升空间仍然很大。

图 19: 2018年聚羧酸减水剂十强市占率



数据来源：中国混凝土网，广发证券发展研究中心

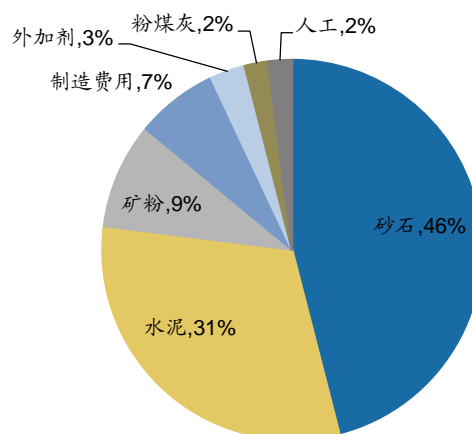
多重因素助推行业集中度的提升：

一是机制砂普遍应用使得大企业优势更加明显；机制砂由于性能较差而且不稳定，

一方面对减水剂单位用量会提升（前文已分析），另一方面对现场服务要求和服务频次提升，具备技术服务优势和布局优势（更方便服务）的大减水剂企业将更具竞争力。与天然砂相比，机制砂具有颗粒粗糙、棱角多、级配差、石灰石粉含量高、性能波动率大等缺点，在使用机制砂配制混凝土时易出现离析、泌水、工作性差等现象；对于机制砂的生产来说，会伴随着部分石灰石粉的出现，石灰石粉的含量以及化学成分对混凝土的工作性和强度有着较大的影响；高强度等级混凝土由于胶材用量多，经常存在粘、重的问题，施工中增加了泵送阻力，加之机制砂中石粉含量高，进一步增加了混凝土浆体中细粉颗粒含量，使上述问题加重。机制砂对减水剂性能和现场服务提出更高要求；龙头企业的技术服务实力更强、布局更贴近客户，能更好、更有效率解决机制砂在混凝土实际应用中存在的问题。

二是水泥砂石价格持续高位，技服能力强、能帮助下游客户降低综合成本的大企业更具优势。混凝土成本构成中，砂石与水泥占到大头（成本合计占比约80%），尤其是近年来受矿山整治及水泥供给格局优化影响，砂石及水泥价格持续上涨，预计未来几年将持续保持高位运行。减水剂在混凝土成本中仅占 2%-3%，但却对改善混凝土性能及稳定性、减少水泥用量至关重要。在这个背景下，减水剂对混凝土企业重要性在提升，技服能力强、能帮助下游客户降低综合成本的大企业将格局优势。

图 20：2019年混凝土的成本构成



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

三是混凝土行业集中度、企业的平均规模在逐步提升，对上游减水剂企业的营运资金要求更高，具有资金实力雄厚的大企业优势更加明显。

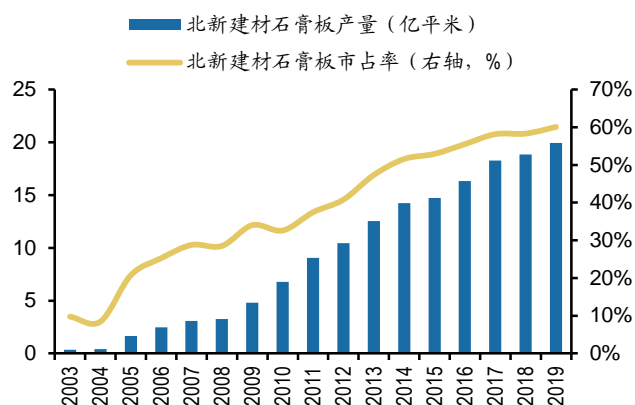
我们已经看到减水剂两家龙头公司近几年扩张和增长明显在加速。

3、石膏板行业：“一家独大、集中度高”格局，中高端市场进入门槛高

石膏板行业格局已经高度集中，龙头公司北新建材市场占有率达到60%，定价能力持续在增强，我们可以从公司财务数据上清晰看到。2007年以来，石膏板行业共经历了三次需求低谷，分别是2008年、2015年、2018年，但是三次需求低谷期对应的

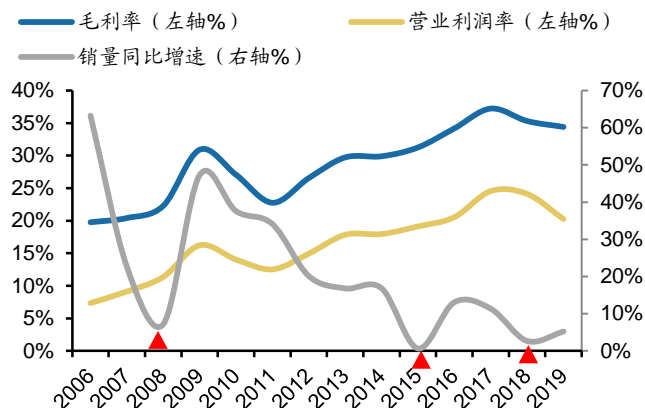
北新建材毛利率和营业利润率却持续在提升，反映了公司定价权增强，周期性减弱。

图 21：北新建材石膏板产量及市占率



数据来源：国家统计局，公司财报，广发证券发展研究中心

图 22：北新建材毛利率、营业利润率和销量同比增速



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

公司的定价能力体现在产品结构升级带来产品均价趋势性上升。2018年公司开始对“泰山牌”重新定位（新泰山牌），从中端往高端提升，并持续提升占比；我们认为公司已经具备了这种基础：一是从产品品质和公司行业地位来看，石膏板质量的差异主要由护面纸、石膏芯、单位面积重量、纵向和横向断裂强度来决定，从技术参数来看，“泰山牌”石膏板与外资石膏板在质量上没有差距，而且公司非常注重施工体验，其产品施工效率更高（石膏板在装修成本中占比低，材料成本不是敏感因素，下游客户对施工效率更敏感），同时泰山石膏的行业地位已积累了很深品牌基础；二是从公司竞争策略来看，过去泰山石膏的主要策略是抢占市场份额，所有子品牌都定位于“高性价比”的低价策略，随着公司市占率已经很高、石膏板的经营策略逐渐转向“高价”策略，公司为了也加大营销力度和强化经销商关系；三是从行业环境来看，消费升级、精装修房占比提升导致集采增加都带来大品牌用量上升，行业高端需求持续在增加。

我们可以从地产商500强首选建材供应商品牌排行榜数据来验证这些变化。2017-2019年石膏板排名前十名的品牌首选率合计96%、95%、96%，而北新旗下的龙牌和泰山石膏合计首选率达45%，体现高的行业集中度。从前十内部品牌排序变化来看，石膏板行业竞争结构较为稳定，北新遥遥领先，剩下8个品牌也基本不变，只是内部排序有变化；龙牌最近三年都稳居首选率第一，均达到29%，接近于第二名的两倍；泰山石膏的份额在近两年有一个快速的提升，从2017年的11%上升到了2019年的16%，位列第二，这与公司近年提升泰山牌石膏的品牌定位、产品逐步高端化的趋势一致；由于龙牌和泰山石膏均属于北新建材旗下，两者首选率加总约45%，在B端的首选率绝对领先其他竞争对手；可耐福一直稳居第三，首选率也稳定在12%左右，考虑到公司收购了优时吉博罗，2019年合并首选率达到19%；兔宝宝最近两年提升很快，首选率从2017年第10名的2%提升到2019年第4名的9%，逐步逼近可耐福（不考虑合并优时吉博罗）。

结合行业首选率前十合计份额维持在较高水平及领先品牌由国内的高端品牌和外资品牌为主导的这两点现象,可以侧面说明以地产商为主的B端企业对于石膏板的品牌和产品品质要求是比较高的,对于价格的考量相对少一些。

表9: 石膏板三年内首选率变化情况

石膏板	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%
2	Gyproc 杰科	16%	泰山石膏	15%	泰山石膏	16%
3	KNAUF 可耐福	11%	KNAUF 可耐福	12%	KNAUF 可耐福	12%
4	泰山石膏	11%	兔宝宝 TUBAO	9%	兔宝宝 TUBAO	9%
5	UsgBoral 优时吉 博罗	9%	Gyproc 杰科	8%	Gyproc 杰科	8%
6	杰森 JASON	7%	UsgBoral 优时吉 博罗	7%	UsgBoral 优时吉 博罗	7%
7	洛斐尔 LUOFEIER	4%	洛斐尔 LUOFEIER	6%	洛斐尔 LUOFEIER	6%
8	拜尔 BAIER	4%	千年舟 TREEZO	4%	千年舟 TREEZO	4%
9	千年舟 TREEZO	3%	杰森 JASON	3%	杰森 JASON	3%
10	兔宝宝 TUBAO	2%	拜尔 BAIER	2%	拜尔 BAIER	2%
汇总		96%		95%		96%

数据来源: 中国房地产业协会、中国房地产测评中心, 广发证券发展研究中心

表10: 石膏板平均价格

品牌	平均价格 (元/m ²)
龙牌	10.07
可耐福	10.42
圣戈班杰科	10.07
优时吉博罗	10.07
杰森	10.07
泰山	8.68
兔宝宝	12.15
前年舟	12.5
欧音	8.5
声旺	9.38
世宇	6.77
固拉斯	5.83
华晨	6
林福	8

杰稷	4.8
浩恒	6.5
诺森	5.8
Neostar	5
沂鼎	5.7
普陀山	4.4

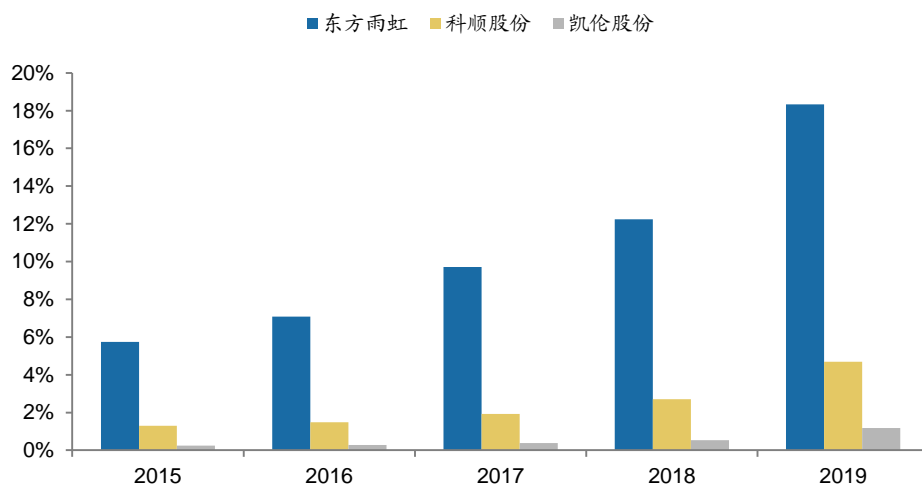
数据来源：淘宝网，广发证券发展研究中心

4、防水行业：“一超多强、行业分散”格局，集中度将持续提升

防水行业目前形成“一超多强”格局，东方雨虹无论在规模还是品牌力上，都远远高于市场其余防水企业。从收入规模的市场占有率看，2019年东方雨虹收入占规模以上防水企业已达到18.3%，远高于第二名的科顺股份（4.7%），我们可以从地产商500强首选建材供应品牌排行榜数据间接验证，2015-2019年，雨虹和科顺一直稳居前二，而且合计首选率从2015年的45%提升到2019年的56%；第三名，2015-2018年都是宏源，而2019年北新异军突起，通过收购禹王、蜀羊、金拇指（这三个品牌之前也是前十的常客），迅速进入到第三，而宏源由于快速扩张带来的资金瓶颈使得2018-2019年首选率快速下滑。凯伦股份自2017年上市以后，顺畅融资（2017年IPO+2019年配股，股权融资7.2亿）使得公司得以快速扩张，2017年首次进入前十，2019年上升到第四；三棵树通过收购和自身建设，2019年首次进入前十位列第九；上市对于业务拉动效应非常显著。老牌企业卓宝、大禹、蓝盾也一直位列前十。

同时，防水行业仍有着大量的非标产品和小企业，虽然东方雨虹占规模以上防水企业份额已达到18.3%，但预计占整个防水行业份额仍然较低，防水行业还是处于较为分散的格局，行业集中度提升空间仍然很大。

图 23：防水行业三家上市公司市占率



数据来源：各公司财报，建筑防水协会，广发证券发展研究中心

表11：近五年防水类材料首选率排名

防水类材料	2015		2016		2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	30%	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
3	宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水 (禹王、蜀羊、金拇指)	7%
4	卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%
5	蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%
6	德生	5%	大禹	4%	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%
7	大禹	4%	德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%
8	禹王	4%	禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%
9	宇虹	3%	宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	三棵树、大禹九鼎	3%
10	大明	2%	蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%
汇总		91%		96%		97%		98%		97%

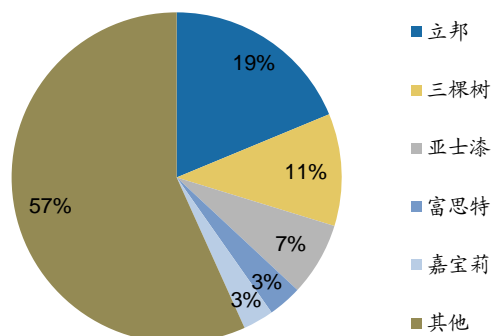
数据来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心，广发证券发展研究中心

5、建筑涂料行业：“一超多强、行业分散”格局，2B业务给了弯道超车机会

建筑内墙涂料需求频次低，建筑涂料产品品质好坏对用户日常居住有重要影响，建筑外墙起到主体展示作用，往往成为购房者第一印象，开发商也会比较重视产品品质，品牌属性强，是典型的耐用消费品；同时建筑涂料（施工）服务属性强，不同企业差异化较大；本土企业有主场作战优势，有更好的运营经销商土壤。从美国、日本和欧洲的行业经验来看，都是本土品牌占据核心地位。

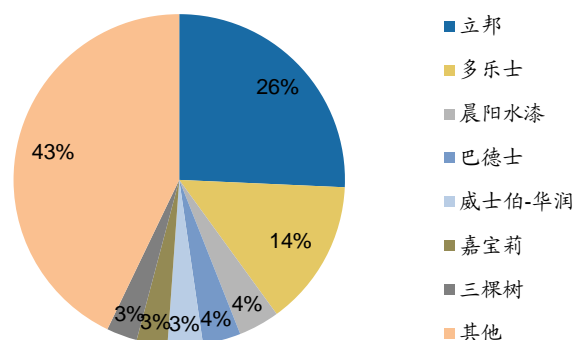
目前国内建筑涂料行业处于“一超多强”的格局，立邦领先竞争对手较多，不过在工程涂料正在被国内竞争对手迅速逼近，2B业务（主要是外墙业务）给了国内企业做大规模弯道超车机会。我们可以从地产商500强首选建材供应商品牌排行榜数据来验证这一变化，涂料行业前十品牌外资逐步退出（除了立邦），多乐士在2015年首选率达到17%，公司2019年已退出工程涂料市场，其首选率在2019年也跌出了前十，其让出的份额逐步被国产涂料企业瓜分，PPG、华润（背后是宣威）也跌出了前十。立邦一直位居第一，不过和第二（三棵树）、第三（亚士）的差距很小，龙头地位不稳定；三棵树稳居第二，亚士稳居第三；富斯特、嘉宝莉、固克、美涂士近三年较为稳定保持在第二梯队，首选率在5%-10%的区间内浮动。国产品牌从工程涂料开始突围。

图 24: 2019中国工程涂料品牌排名



数据来源: 涂界, 广发证券发展研究中心

图 25: 2019中国装饰漆零售品牌排名



数据来源: 涂界, 广发证券发展研究中心

表12: 近五年涂料首选率排名

涂料类	2015		2016		2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	20%	立邦	21%	立邦	19%	立邦	20%	立邦	18%
2	多乐士专业	17%	三棵树	17%	三棵树	17%	三棵树	19%	三棵树	17%
3	亚士漆	17%	亚士漆	17%	亚士漆	16%	亚士漆	18%	亚士漆	15%
4	三棵树	17%	多乐士专业	17%	多乐士专业	14%	富斯特	9%	富斯特	9%
5	富思特	11%	富斯特	11%	富斯特	11%	固克	9%	固克	9%
6	华润	4%	嘉宝莉	4%	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%	嘉宝莉	7%
7	PPG-申 纽丽	4%	美涂士	3%	固克	5%	美涂士	6%	美涂士	5%
8	美涂士	2%	PPG-申 纽丽	2%	美涂士	5%	多乐士专业	3%	德爱威	5%
9	巴德士	2%	固克	2%	PPG	2%	巴德士	3%	巴德士	4%
10	固克	2%	巴德士	1%	巴德士	1%	经典	2%	经典	3%
汇总		96%		95%		96%		97%		92%

数据来源: 中国房地产业协会、中国房地产测评中心, 广发证券发展研究中心

6、瓷砖行业: “多强逐鹿, 行业分散” 格局, 2B业务带来行业集中度快速提升

瓷砖行业空间大、集中度较低, 目前仍是“多强逐鹿”的格局; 我们可以从地产商500强首选建材供应商品牌排行榜数据来侧面验证, 过去五年瓷砖行业前十品牌之间排名波动较大, 同时前十之间差距也较近, 间接说明瓷砖行业格局品牌较多, 格局尚未稳定。

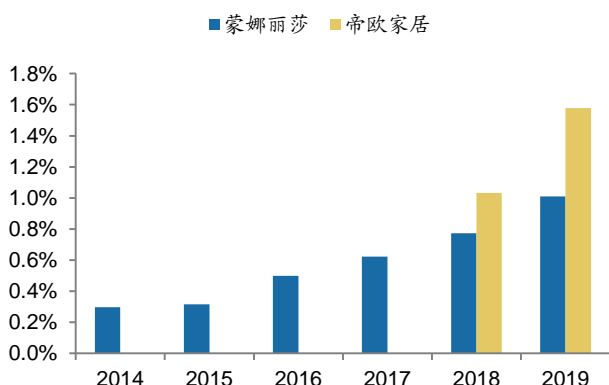
不过随着精装修渗透率提升，头部梯队公司的订单获取能力加强，利于头部公司发展的同时进一步压缩中小企业空间，提高行业集中度；头部梯队里谁能更好满足B端客户的需求，谁就能在市场中占得先机，做大做强，例如蒙娜丽莎在2015年首选率仅为4%，经过四年的深耕和稳定发展，2019年已达到17%，蒙娜丽莎通过“工程+经销”两手抓策略，2019年地产客户由30多家增加到60多家。从美国经验来看（美国C2达到45%），瓷砖行业集中度提升空间很大。

表13：建筑陶瓷类五年内首选率变化情况

建筑陶瓷类	2015		2016		2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	马可波罗	17%	马可波罗	18%	马可波罗	19%	马可波罗	20%	马可波罗	20%
2	东鹏	16%	东鹏	14%	蒙娜丽莎	16%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%
3	诺贝尔	15%	诺贝尔	13%	东鹏	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%
4	新中源	13%	新中源	12%	诺贝尔	12%	东鹏	13%	东鹏	12%
5	欧神诺	12%	蒙娜丽莎	12%	欧神诺	12%	诺贝尔	12%	欧美	10%
6	冠军	5%	欧神诺	11%	冠珠	8%	欧美	8%	冠珠	7%
7	金意陶	4%	冠珠	4%	新中源	6%	冠珠	7%	能强	6%
8	蒙娜丽莎	4%	金意陶	3%	欧美	3%	金意陶	4%	诺贝尔	3%
9	冠珠	3%	欧美	2%	能强	2%	能强	2%	简一	2%
10	简一	2%	简一	2%	亚细亚	1%	新中源	1%	亚细亚	1%
汇总		91%		91%		93%		98%		92%

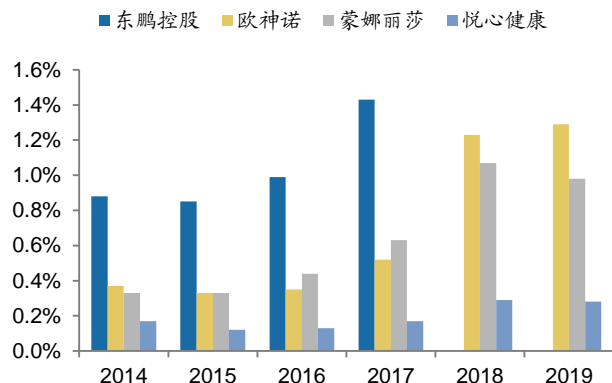
数据来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心，广发证券发展研究中心

图 26：瓷砖公司产量市占率



数据来源：国家统计局，公司财报，广发证券发展研究中心

图 27：瓷砖公司收入市占率



数据来源：国家统计局，公司财报，广发证券发展研究中心

二、疫情后需求成色到底怎么样？

（一）从宏观面看，4月已经初步呈现分化特征，建筑业强劲

宏观小组给出的一个框架，疫情影响下的国内经济在逻辑上会先后经历几个阶段：

（1）停摆期：主要是1月底至3月初，疫情防控逐渐升温，供给条件和需求环境切断；

（2）修复期：随着复工的推进和消费环境的改善，几乎所有的行业都较前期环比改善；

（3）分化期：随着复工进度的到位，环比力量逐渐缩小，同比开始有压力，需求不足、就业问题和收入效应的影响呈现，行业间开始分化，部分行业承压；

（4）企稳期：稳增长效果呈现出来。

宏观小组认为，经济仍在继续恢复，按照“停摆期-修复期-分化期-企稳期”的框架，目前处于第二到第三阶段。相对于3月各行业的全面好转，4月初步呈现出回升而分化特征，5月经济指标继续呈现出分化特征：5月BCI继续环比上行3.0个点至45.2，这一改善幅度比4月的环比0.9个点要大，显示5月经济状况相对较好。但以PMI为例，5月份PMI为50.6，较上月回落0.2个点。导致PMI数据走低的并不是需求端，新订单指标为50.9（较上月上升0.7个点），拖累数据的主要是生产（回落0.5个点）、就业（回落0.8个点）、库存（产成品回落2.0个点，原材料回落0.9个点）等供给端。行业分化继续：虽然制造业信号不一，但建筑业PMI指数、投入品价格、业务活动预期继续大幅回升，5月建筑业PMI为60.8，在上月上升4.6个点的基础上进一步上行1.1个点至60以上，建筑业的新订单、投入品价格、从业人员分别上行4.8、10.7、1.7个点，业务活动预期也大幅上行2.1个点至2018年底以来的新高；5月服务业PMI和业务活动预期分别上升0.2个点和4.0个点，改善过程也在继续。

5月第一周发电耗煤和30城地产销售恢复至去年同期的97.5%，全国餐饮、住宿行业消费规模恢复至去年同期70%左右，旅游市场恢复至同期的50%：2月至5月第一周日均发电耗煤分别为39、53、55、56万吨，环比仍然在改善中，但幅度逐渐变小，若以春节和节后第几周为坐标对比来看，5月第一周发电耗煤和30城地产销售恢复至去年同期的97.5%，宏观组预计下一步是小幅正增长；5月8日，在国务院联防联控机制举行的新闻发布会上，商务部表示全国餐饮、住宿行业消费规模已恢复至去年同期70%左右，文旅部指出旅游市场基本恢复至同期的50%。

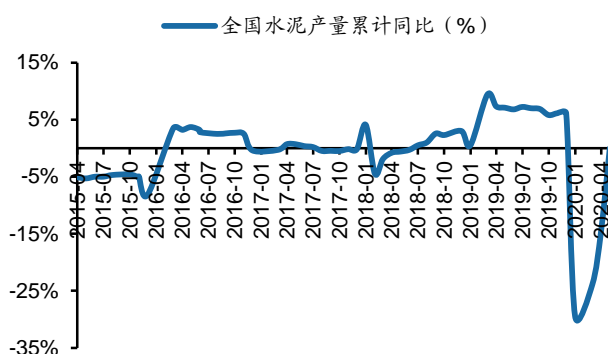
宏观组估计基建产业链、消费型服务业将继续改善，而出口、工业可能进入徘徊和承压，政策在这一阶段将进一步升温。预计三季度末，逆周期政策效果将逐步形成，同时伴随海外经济进一步复工，经济将进入企稳回升期。

（二）从微观面看，水泥景气度已全面好于去年同期，玻璃最差阶段已过

以行业里高频数据较多的水泥和玻璃行业数据为例。

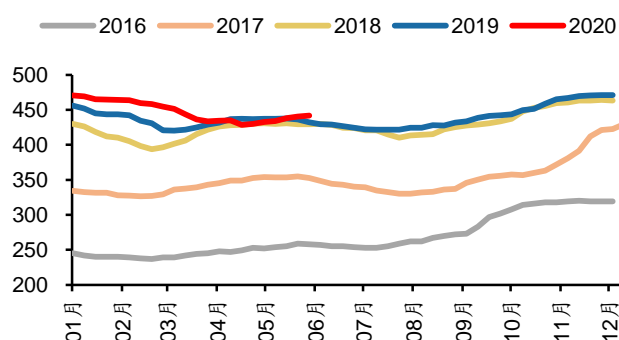
据国家统计局数据，2020年1-4月全国水泥产量5.21亿吨，同比增速-14.41%，降幅环比1-3月收窄9.5pct；4月单月水泥产量2.23亿吨，同比增速+3.77%，环比增速+51.15%。从更加高频的周度数据来看，根据数字水泥网，截至2020年5月29日，全国水泥均价442元/吨，自4月下旬以来已连续四周上涨，同比去年上涨4.17元/吨，价格已经高于去年同期。水泥库容比54.06%，同比去年下降3.63pct，已低于去年同期；水泥出货率88.78%，同比去年上涨6.59pct，出货率大幅高于去年同期。从3月中旬开始，水泥行业景气度开始逐步回升，4-5月呈现快速上升，从全国水泥均价、出货率和库容比来看，目前均好于去年同期。除了水泥行业以外，防水、减水剂等早周期行业同样也保持着旺盛的需求，这些早周期品种需求恢复强劲也验证了基建和地产投资已经在发力。

图 28：2020年1-4月水泥累计产量同比-14.41%



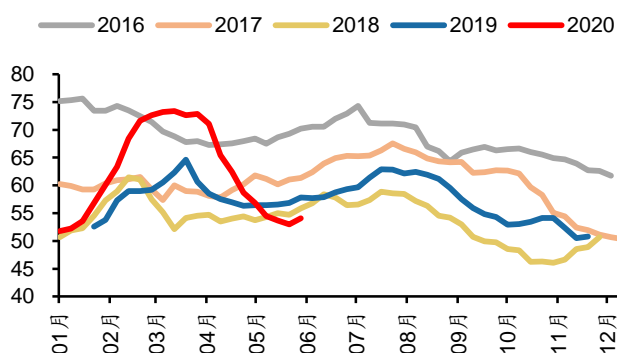
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 29：全国水泥价格高于去年同期（单位：元/吨）



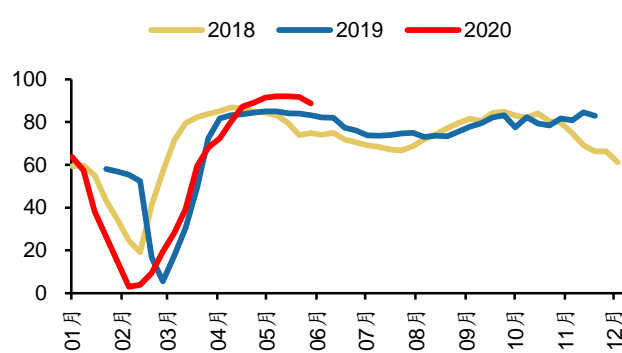
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 30：全国水泥库容比（%）



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 31：全国水泥出货率（%）

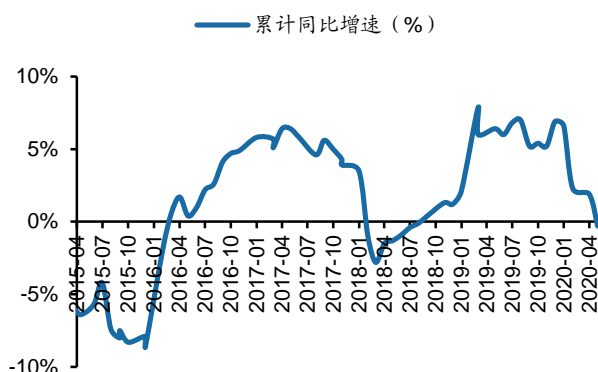


数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

据国家统计局，2020年1-4月全国平板玻璃产量3.04亿重箱，同比增速-0.3%，增速环比1-3月下降2.2pct，主要源自4月份有不少产线冷修。从更加高频的周度数据来看，据中国玻璃信息网，截至2020年5月29日，全国白玻均价1424元/吨，连续两周上涨，同比去年仍低70元/吨；行业库存5031万重箱，自4月中旬以来开始环比下降，同比去年仍高563万重箱；玻璃行业需求持续在恢复、在产产能减少使得玻璃价格上涨同

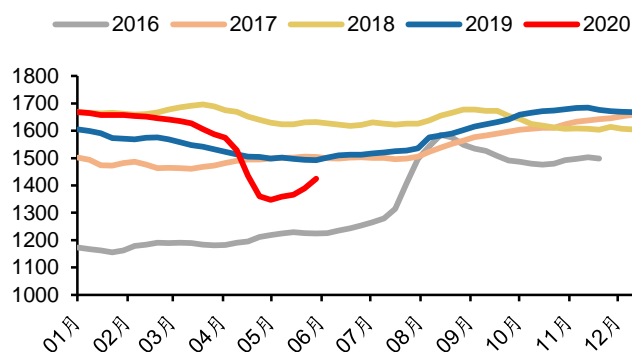
时库存同比减少；从区域来看，前期现货价格大幅度调整，各个区域的价格差异缩窄，减少了部分产品的流动性，同时在高速公路即将收费和华北地区产能减少预期的作用下，贸易商和加工企业备货积极性增加；目前部分区域的供需矛盾得到了一定幅度的改善，同时行业库存呈现环比小幅下降的趋势，玻璃行业最差的阶段已经过去，这在玻璃期货价格上也充分体现。

图 32：2020年1-4月平板玻璃累计产量同比-0.3%



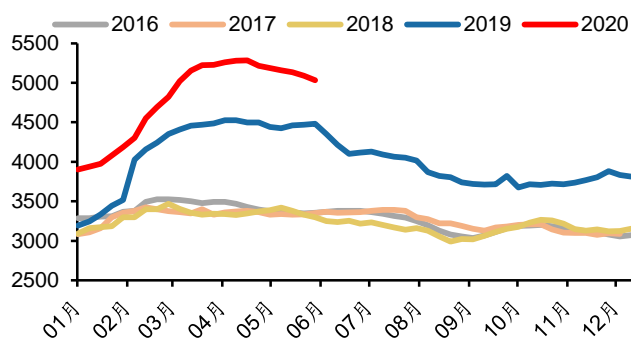
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 33：5月份全国玻璃价格开始回升（单位：元/吨）



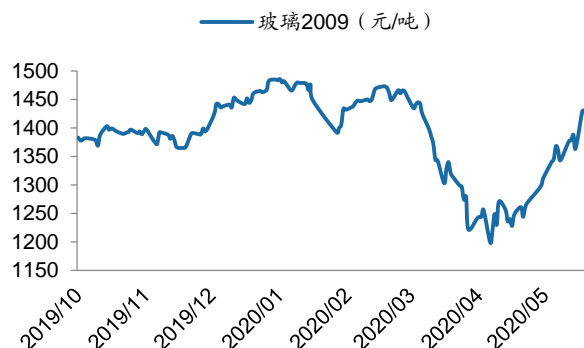
数据来源：中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图 34：全国玻璃库存（单位：万重箱）



数据来源：中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图 35：玻璃期货2009



数据来源：中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

（三）政策的“底线思维”为需求创造温和环境，防范强刺激带来的过分透支，反而有利于基本面更持续

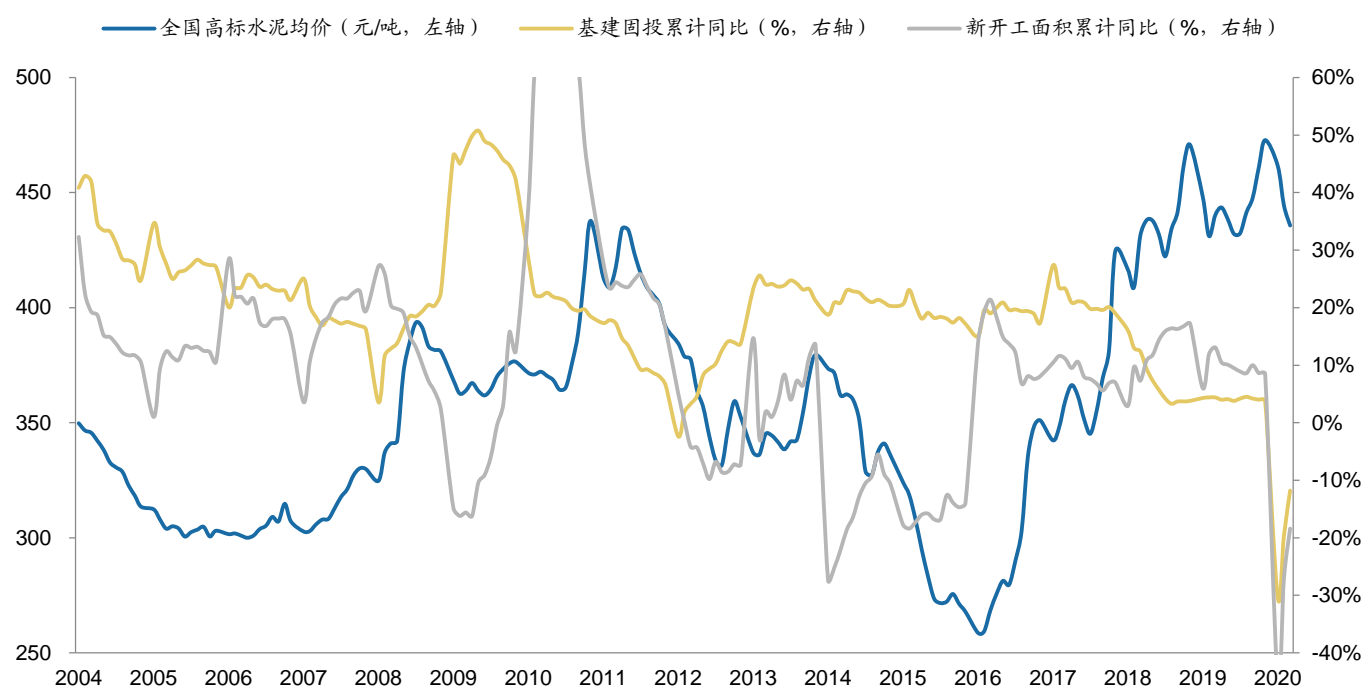
值得注意的是，“两会”释放出来的“底线思维”政策基调。今年的“两会”政府工作报告并未设GDP增长目标，同时基建、财政政策基本符合预期，政府工作报告的着力点明显不在于强刺激，而是以就业等“底线思维”，创造温和政策环境。

我们在第一部分当中也分析了2016-2019年行业景气度好并不是因为需求高增长（高景气），而是在需求总量较平稳背景下由于行业供给格局变化带来的优质公司

业绩持续放量。今年疫情影响下政策的“底线思维”给行业需求继续创造了温和环境，反而有利于行业基本面的可持续发展，行业在疫情后整体恢复也较好。

反之来看，2009年当年政策强刺激，虽然对2009-2011年行业基本面带来显著效果，但强刺激的过分透支也随之带来2013-2015年持续回落。

图36：强刺激带来水泥价格高波动



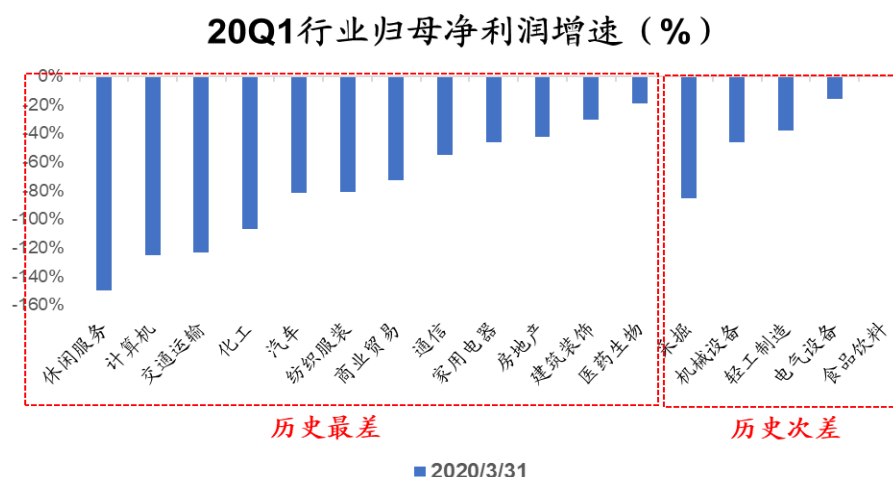
数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

三、中报、三季报可能是接下来的重要线索

（一）疫情对整体上市公司业绩影响较大，上半年业绩累计转正或将成为验证行业景气成色的重要标准

根据广发策略小组统计，疫情对Q1单季盈利的影响程度超预期，近半数行业录得历史最差一季报。今年28个一级行业中，有12个行业一季报盈利增长录得2003年以来最差值，5个行业一季报录得历史次差值。

图37: 17（/28）个行业录得历史最差/次差Q1增速



数据来源：Wind、广发策略组、广发证券发展研究中心

策略组基于已经披露的数据，参考历史上经济前低后高类年份（如2006、2009、2016年），中性假设下A股剔除金融全年利润增速-16%，上半年利润增速-40%。

策略组主要的参考值包括A股盈利相对稳定的季节性规律（环比增速）、以及经济呈现“前低后高”修复态势的类年份，如2006年、2009年、2016年，考虑3种盈利修复路径：

1. 情景1最悲观，在一季报比较差的背景下，Q2-Q4经济与A股盈利环比修复、均好于历史季节性规律但力度不强，全年A股剔除金融利润增速-27%；2. 情景2中性，Q2-Q4企业盈利环比修复好于2006年、2016年但略弱于2009年，预测全年A股剔除金融利润增速约-16%；3. 情景3最乐观，假设单季环比贴近2003年以来历史上的最好值，且2020年一季度利润占比达到09年强修复时期的占比，预测全年A股剔除金融利润增速约-7%。

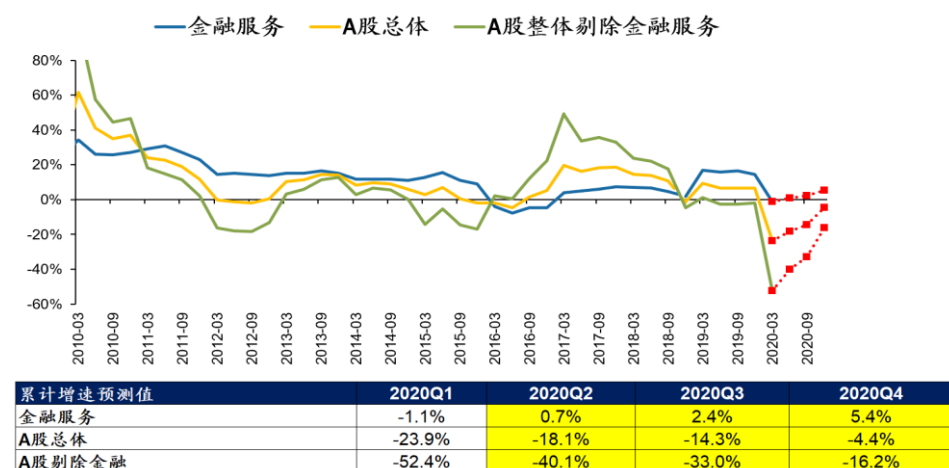
在这种背景下（中性假设下A股剔除金融中报利润增速或-40%，全年利润增速-16%），我们认为中报业绩能否转正或将成为验证行业景气成色的重要标准，中报和三季报可能是接下来的重要线索。

表 14: 单季环比外推及单季利润占比, 预测2020Q1及2020全年A股剔除金融利润增速

A 股剔除金融盈利预测	单季环比增速			累计同比增速			一季度占比倒推 2020 年全年利润增速		
	20Q2	20Q3	20Q4	20Q2	20Q3	20Q4	20Q1 净利润 (亿元)	20Q1 占比	2020 全年利润 增速
1. 悲观情形	50%	5%	-8%	-44%	-40%	-27%	2275.2	19%	-26.9%
2. 中性情形	70%	10%	-5%	-40%	-33%	-16%		16.5%	-15.8%
3. 乐观情形	80%	12%	10%	-37%	-29%	-7%		15%	-7.4%
历史季节规律 (环比)	Q2 环比 Q1		Q3 环比 Q2		Q4 环比 Q3		历史 Q1 净利润占全年比重-参考值		
历史均值/中值	23% / 17%		-3% / -2%		-27% / -15%		Q1 占比均值/中值		23.7% / 22%
09 年/16 年: 前低后高	70% / 46%		10% / -6%		-9% / 11%		09 年经济前低后高		15.8%
历史最好值	70%		10%		12%		16 年经济前低后高		18.6%

数据来源: Wind、广发策略组、广发证券发展研究中心

图38: 20年利润增速预测



数据来源: Wind、广发策略组、广发证券发展研究中心

(二) 建材行业从哪些线索去找业绩增速好的品种

建材行业上市公司1季报也受到疫情影响, 业绩下降较多, 但是我们认为中报和三季报行业将有很多亮点, 一方面从短期来看, 宏观和微观高频数据都显示行业需求恢复较快较好, 另一方面从中期来看, 行业供给格局仍是业绩增长的保障。

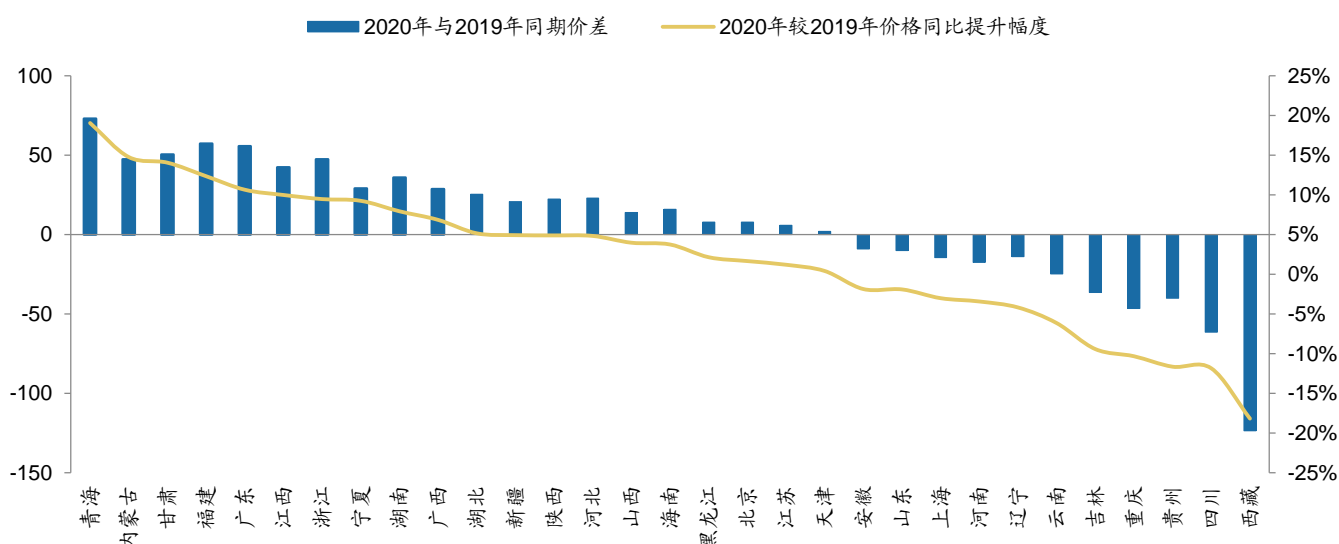
基于中报和三季报预期来看, 我们认为可以从两条主线找业绩较好的线索: 一是基建链(水泥、减水剂、防水), 二是地产2B链(消费建材), 因为这两条线索需求恢复和增长更好。

以基建链的水泥行业为例, 公司业绩增速快慢可以从两个指标来筛选, 一是上半年所在区域均价同比涨幅(涨幅越大业绩同比越好), 二是上半年所在区域产量同比增速(增速越大业绩同比越好)。从各省区1-5月均价来看, 有20个省区均价同比要高出去年同期, 主要集中在西北、华东和华南地区, 其中青海、内蒙古、甘肃、福建、广东、江西六个省区均价同比涨幅在10%以上; 而在产量方面, 4月单月水泥产量实现正增长的有19个省区, 有15个省区增长快于全国增速3.8%, 其中甘

肃、河南、辽宁三省4月单月水泥产量增长在10%以上；1-4月水泥产量累计增速转正的仅辽宁与甘肃两省。综合来看，西北、华东和华南地区水泥上市公司祁连山、宁夏建材、天山股份、万年青、塔牌集团、福建水泥等预计业绩增长有弹性。

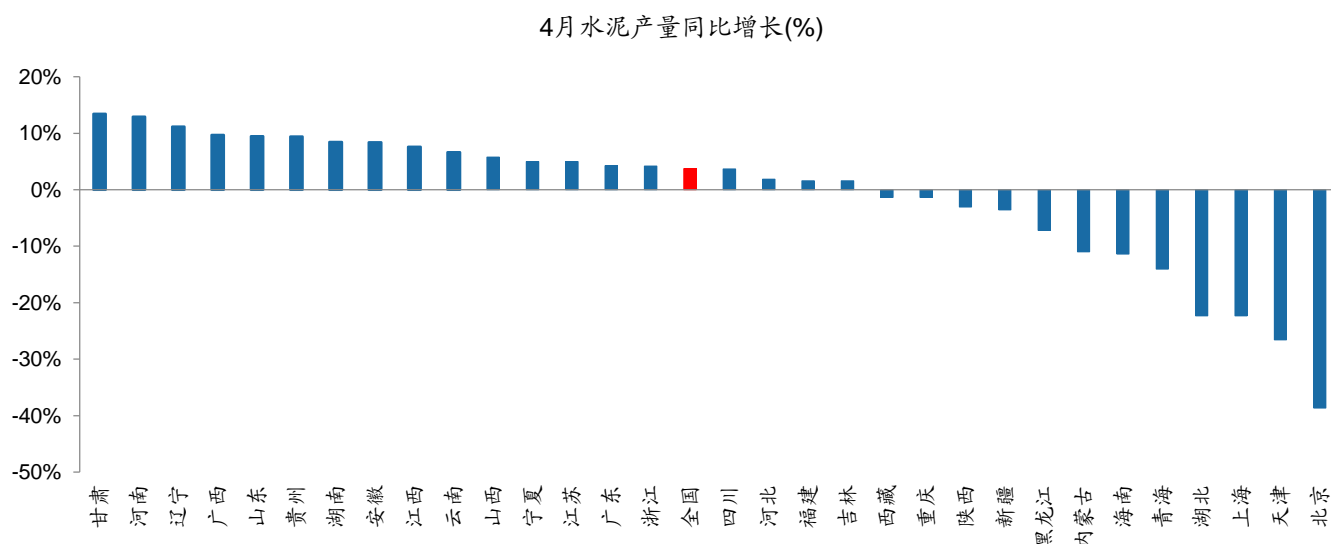
同样基建链里的防水、减水剂龙头公司业绩也值得期待。

图39：2020年初至今与2019年同期高标水泥价差及提升幅度



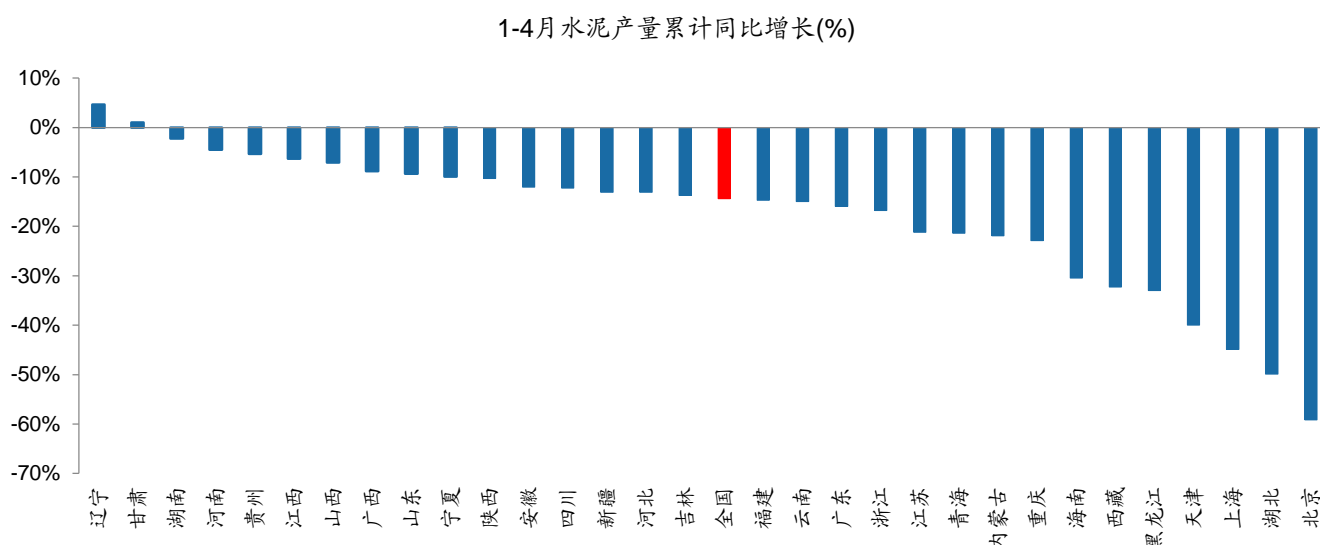
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图40：全国各地4月单月水泥产量同比增长



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图41：全国各地1-4月水泥产量累计同比增长



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

以消费建材为例，公司业绩增速快慢可以从一个指标来筛选，地产2B业务占比大小（占比越大业绩同比越好）。我们比较主要消费建材上市公司2B和2C业务结构，涂料和防水行业2B的占比相对其他细分行业要更高，中报及三季报业绩增速可能表现更好。

表15：2019年消费建材工程零售渠道收入占比估计

	工程端	零售端
亚士创能	100%	0%
凯伦股份	100%	0%
科顺股份	100%	0%
东方雨虹	85%	15%
永高股份	80%	20%
三棵树	75%	25%
中国联塑	60%	40%
帝欧家居	60%	40%
伟星新材	45%	55%
蒙娜丽莎	40%	60%
兔宝宝	30%	70%
北新建材	30%	70%

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

（三）行业阿尔法和贝塔共振，继续推荐景气度高的细分行业龙头

展望2020年全年，受国内外疫情影响，逆周期调控力度在加大，逆周期对行业的增量影响主要体现在基建和旧改；房地产竣工回升虽在一季度被疫情打断，不过随着

疫情逐步缓和、经济恢复正常，微观跟踪4月中下旬以来在快速恢复，预计将重回上升趋势，从结构来看，精装房渗透率继续提升，相应2B需求仍保持快速增长态势。而行业供给格局变化将继续带来基本面中期向上。行业基本面和政策面共振将带来估值和业绩提升，继续看好三条主线：一是继续看好早周期基建品种，关注水泥行业的祁连山、天山股份、宁夏建材、万年青、塔牌集团、冀东水泥、中国建材、海螺水泥（A+H），减水剂行业双龙头垒知集团、苏博特，防水行业的东方雨虹；二是看好地产竣工链品种，关注兔宝宝、蒙娜丽莎、旗滨集团、北新建材；三是继续看好弱周期、成长性较好的品种，关注山东药玻。

四、风险提示

宏观经济大幅下行风险，货币房地产等政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，公司经营风险。

广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富非金属类建材行业第二名。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。