

行业研究/深度研究

2020年05月05日

行业评级:

建筑 增持(维持)  
建材 中性(维持)

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**王涛** 执业证书编号: S0570519040004  
研究员 021-28972059  
wangtao@htsc.com

**王雯** 021-38476718  
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1《建筑/建材: 周期行业数据周报(第十七周)》2020.04
- 2《蒙娜丽莎(002918 SZ,买入): B端放量在即, 持续维持高盈利》2020.04
- 3《中国巨石(600176 SH,买入): Q1销量逆势增长, 疫情干扰需求复苏》2020.04



重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002541.SZ	鸿路钢构	16.50	买入	0.79	1.07	1.23	1.57	20.89	15.42	13.41	10.51
300284.SZ	苏交科	8.89	买入	0.64	0.74	0.85	1.05	13.89	12.01	10.46	8.47
603018.SH	中设集团	13.73	买入	0.85	1.12	1.34	1.62	16.15	12.26	10.25	8.48
002918.SZ	蒙娜丽莎	24.09	买入	0.89	1.07	1.41	1.78	27.07	22.51	17.09	13.53
002641.SZ	永高股份	6.80	买入	0.22	0.46	0.56	0.66	30.91	14.78	12.14	10.30
600585.SH	海螺水泥	59.96	买入	5.63	6.34	6.70	6.96	10.65	9.46	8.95	8.61

资料来源: 华泰证券研究所

敬请参阅尾页重要声明及华泰证券股票和行业评级标准

# 基建托底及旧改催生结构性机会

## 2020年中国市场前瞻—新冠病毒“危”与“机”

### 基建全年增速有望达13%，建议关注基建及旧改产业链投资机会

假设20年实际GDP全年增速3%情况下，我们预计全年基建投资增速有望达13%左右。年初地方两会中，17个公布固投目标省份20年固投合计目标增速8%，我们认为疫情后地方投资意愿或增强，投资拉动力量有望由地产转向基建。交通/市政/环保领域投资有望保持较快增长，19年科教文卫类投资增速远高于传统基建，20年有望继续成为拉动投资的重要动力。旧改政策支持力度大，成为后棚改时代对基建的有力补充，建议关注基建及旧改产业链投资机会。从基建回暖及中长期成长两条主线看，建筑继续推荐基建设计/钢结构龙头，建材继续推荐水泥/消费建材龙头。

### 资金端：资金来源改善，对基建投资支撑或明显提升

20年的财政扩张和信用改善有望较大幅度改善基建融资。我们预计20年基建资金来源增速有望达16%，以支撑基建实现约13%增长和加大对工程企业清欠的力度。预计预算内/政府性基金/贷款/PPP贡献资金增量0.08/2/0.59/0.11万亿元，其中政府性基金增量主要来自于专项债，预计全年卖地收入下滑带动基金收入下行5%。贷款增量主要来自于非金融企业中长期贷款。赤字率提升有望助预算内基建投资稳中略升，城投债净融资额或相对稳定。我们预计2020年基建资金来源潜在风险点主要在非标压降的力度及卖地收入的降幅，城投债和PPP提供的资金增量有望超预期。

### 消费建材：全年竣工好转趋势不变，长期看好龙头市占率提升

受疫情影响，19Q3以来的竣工改善受到中断，但3月房屋竣工面积同比-0.9%，呈现较快恢复，我们预计Q2地产施工竣工传导将加速，20年地产竣工好转+集采/精装比例提升趋势不变，后期在建项目赶工+老旧小区改造有望加速，存量需求逐步释放，受益下游集中度提升+质量需求提升，具备品牌+渠道+资金+服务+成本综合优势的龙头集中度将持续提升，成本端受益油价下跌，预计今年利好防水、管材、减水剂、涂料行业利润率提升。

### 水泥：逆周期调节有望加码，行业预计维持高景气

需求端，我们预计疫情影响下2020年全国水泥需求或增长2.5%，动力主要来自基建投资加码和地产投资韧性，重点看好华东和华南区域。供给端，2020年净新增熟料产能占比1.1%，新增规模仍较小。4月以来，地产及基建需求补位推动华东、华南水泥出货恢复至正常水平。Q2预计西北地区晴天多、低库位叠加需求恢复快，有望维持较好价格趋势。

### 玻纤&光伏玻璃：玻纤20年有望迎来供需再平衡，光伏玻璃存供给缺口

粗纱长周期景气低谷基本确认，疫情导致部分企业推迟建设计划，全年供给端预计进一步收缩；需求端，风电/电子行业高景气，Q2起建筑建材/交通/工业景气度有望回升，2020行业将进入供需再平衡。2020年光伏玻璃有望受益于下游高增长和双玻渗透率提升，新建产线主要来自信义光能和福莱特，预计2020年供给缺口117万吨，价格有望维持上行趋势。

风险提示：基建投资增速提升不及预期，旧改单位投资强度不及预期等。

## 正文目录

建筑展望：投资托底需求增强，基建资金约束边际放松 .....	3
需求端：稳增长背景下，基建投资托底，全年基建投资增速有望达 13% .....	3
政策端：疫情过后逆周期调节取向或进一步明确 .....	3
规划端：样本省份 20 年固投增长目标 8%，疫情有望提升地方投资动力 .....	3
结构性机会：交通环保有望较快增长，科教文卫泛基建前景广阔 .....	4
资金端：资金来源对基建投资支撑或明显提升 .....	5
预算内资金：一般公共预算增量依赖于扩大赤字 .....	6
国内贷款：政策性银行承担准财政职责，中长期贷款有望持续改善 .....	7
自筹资金：专项债或对冲卖地收入下行压力，PPP 有望改善 .....	7
地产&园林：疫情不改竣工增长趋势，再融资松绑利好园林装饰板块 .....	11
钢结构：受益新老基建齐发力，行业保持高景气 .....	12
ROE 趋势：去杠杆趋于完成，未来有望进入上行通道 .....	14
建材展望：政策加码助旺季更旺，首推水泥及消费建材龙头 .....	15
消费建材：20 年地产竣工好转+集采/精装比例提升趋势不变 .....	15
需求：中期竣工相关 B 端需求高景气，长期存量需求逐步释放 .....	15
精装/集采驱动大 B 端市占率快速提升，渠道重要性加码 .....	16
水泥：逆周期调节有望维持行业高景气 .....	18
供求：基建加码需求向上，关注产能边际变化 .....	18
玻纤：20 年有望迎来供需再平衡 .....	22
2019 年 10 月以来价格企稳，预计 2020 年进入供需再平衡 .....	22
估值尚处底部，关注海外疫情拐点 .....	25
光伏玻璃：2020 年供给缺口扩大，价格有望维持上行趋势 .....	25
在产产能温和扩张，供给端压力有限 .....	25
2020 年光伏玻璃存供给缺口，推动光伏玻璃价格回升 .....	26
投资建议 .....	27
建筑：继续推荐基建设计/钢结构龙头 .....	27
建材：继续推荐水泥/消费建材龙头 .....	28
风险提示 .....	30

## 建筑展望：投资托底需求增强，基建资金约束边际放松

**需求端：稳增长背景下，基建投资托底，全年基建投资增速有望达 13%**

**政策端：疫情过后逆周期调节取向或进一步明确**

2020 年基建政策基调明确且持续性较好，疫情对经济的冲击有望使中央和地方在基建稳增长角度形成合力。19Q4 以来政策端对于推动基建稳增长的态度始终处于较积极状态。2020 年 1 月下旬新冠肺炎疫情爆发以来，中央层面对逆周期调节的强调力度明显增强。3 月 27 日，政治局会议首次提出适当提高赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债规模、引导贷款市场利率下行等表述，我们认为体现了决策层加大基建投资的意愿和相应宏观举措。具体到基建层面，政策发力于加快在建项目复工复产、加快新建项目审批、加快十四五重点项目规划储备。18/19 年的稳增长地方总体响应程度较差，我们认为除了缺乏资金外，地方政府担心政策反复也影响了基建政策的落地，但 2020 年地方经济下行压力明显增加，同时资金问题得到明显解决，也可能使得地方和中央在基建稳增长方面形成合力。

图表1：2020 年以来逆周期相关政策梳理

时间	机构	事件
2020 年 1 月	央行	全面降准 0.5pct，释放长期资金约 8000 亿元。
2020 年 2 月	财政部	提前下达 2020 年第二批地方政府债券额度，一般债 5580 亿元，专项债券 2900 亿元。
2020 年 2 月	政治局会议	加大逆周期调节力度，加大新投资项目建设力度，确保重大项目及时开工，并要求各地因地制宜，不搞“一关了之，一停了之”。
2020 年 3 月	政治局会议	加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设，要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新兴基础设施建设进度。
2020 年 3 月	交通部	提出加快编制国家综合立体交通网规划纲要（2021-2050 年），并做好与十四五规划的有效衔接，抓紧推进川藏铁路等重大项目规划建设，做好粤港澳、长三角、黄河流域等地区综合立体交通网规划编制工作。
2020 年 3 月	国务院	下发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省级政府，在长三角等地试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托部分省级政府批准。
2020 年 3 月	央行	对达到考核标准的银行定向降准 0.5-1pct，释放长期资金 5500 亿元。
2020 年 3 月	国常会，发改委	国常会要求加快发行和使用按规定提前下达的地方政府专项债，并加强后续项目储备，发改委表示将扩大地方政府专项债券的规模，适时加大政策对冲力度。
2020 年 3 月	政治局会议	要求确保完成全面建成小康社会目标，全面做好“六稳”工作，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。
2020 年 4 月	央行	对中小银行定向降准 1pct，并降低超额存款准备金利率。

资料来源：Wind，各部委网站，华泰证券研究所

## 规划端：样本省份 20 年固投增长目标 8%，疫情有望提升地方投资动力

2020 年 17 个（天津、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、福建、江西、河南、广东、广西、海南、重庆、甘肃、青海、新疆）公布固定资产投资增速目标的省份，其固定资产投资总和有望增长 8%。目前共有 17 个省在政府工作报告中发布了 2020 年固投计划增速，这 17 个省 2019 年合计完成固定资产投资 34.09 万亿元，占全国固定资产投资完成额的 62%。上述 17 个省 2020 年目标完成固定资产投资 36.8 万亿元，同比增长 8%。分区域看，天津、广东 2020 年投资增速目标高于 2019 年增速目标，山西、福建、广西等 6 个省市下调了 2020 年固定资产投资增速目标，河北、安徽、江西等 7 个省市维持不变，华东、华中、华南的增速目标高于其他区域。上述目标均是在疫情爆发前的地方两会上制定的，我们认为未考虑到疫情对于消费和出口的影响，疫情过后各地有望进一步加大投资力度。

19 年大部分省份的固定资产投资中地产的拉动效果仍然较大，我们认为 20 年基建有望取代地产成为主要增长点。19 年初公布 19 年固投增速目标的 19 个省份中，最终仅 7 个省份完成目标。12 个未能完成 19 年固投增速目标的省份中，仅海南和重庆的房地产开发投资增速慢于整体固投增速，也慢于年初制定的固投增速目标，而其他 10 个省份的房地产投资增速均高于年初制定的固投增速目标。19 年仅 12 个省份的固定资产投资增速高于房地产投资增速，大部分省份的房地产投资增速远高于固定资产投资增速。疫情影响下，20Q1 固投/地产/制造业/狭义基建投资增速-16.1%/-19.5%/-25.2%/-19.7%，20Q1 地产销售面积和土地购置面积同比分别下滑 26.3%/22.6%，可能影响后续地产投资发力的持续性。

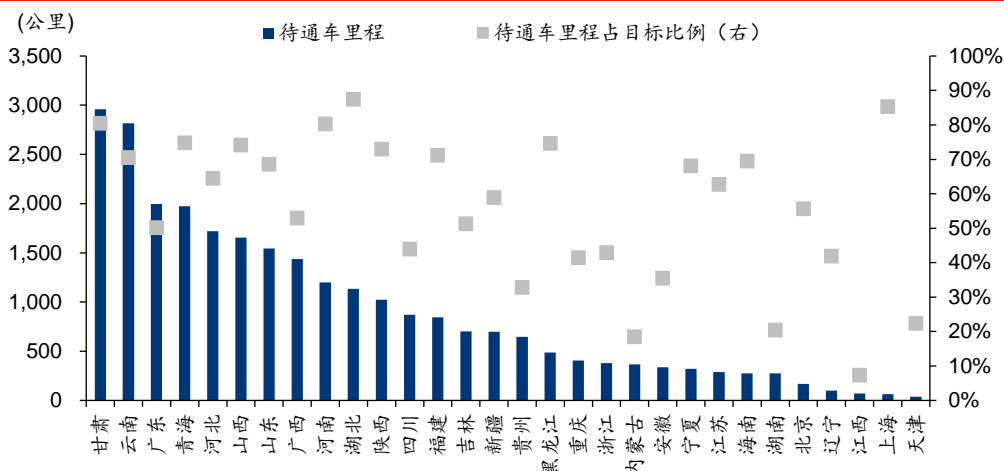


**结构性机会：交通环保有望较快增长，科教文卫泛基建前景广阔**

2020 年财政实力较强省份交通投资较高的增长目标有望带动全国的交通投资继续实现稳健增长。2019 年 12 月 27 日，国务院新闻办公室举行的交通运输高质量发展新闻发布会上表示，2020 年交通运输部要完成铁路投资 8000 亿元左右，公路、水路投资 1.8 万亿元左右，民航投资力争达到 900 亿元，全面完成“十三五”规划各项目标任务。从目前已经公布投资计划的省份来看，辽宁/广西/江西/浙江/江苏/山东 2020 年交通固定资产投资计划值相比 2019 年计划值同比增长 152%/27.3%/25%/15.4%/15%/13.6%，广东/河北/河南/福建/陕西同比增速在 5%-10%，青海/海南/西藏/贵州的 2020 投资计划较 2019 年的计划有所缩减，整体数据体现了比较明显的两极分化，我们认为 2020 年经济、财政实力较强省份交通投资较高的增长目标有望带动全国的交通投资继续实现稳健增长，在疫情导致基建稳增长压力增加的情况下，我们预计各省交通增长目标有望超额完成。

截至 2018 年末高速公路的建设进度相对滞后，各省市 2020 年公路投资有望加速。以高速公路为例，公布十三五高速公路通车里程目标的省份十三五末计划通车 16.94 万公里，18 年末通车里程 14.26 万公里，待通车里程为十三五计划总新增通车里程（十三五末规划总通车里程-十二五末实际通车里程）的 58.4%，截至 2018 年末仍有 20 个省份的待通车里程超过十三五期间计划新增通车里程的 50%。但从十二五的数据看，2013 年末十二五的待通车里程占十二五计划新增通车里程的 36%，仅有 9 个省份在 2013 年末的待通车里程超过十二五新增总目标的 50%。我们认为截至 2018 年末高速公路的建设进度相对滞后，且根据交通运输部数据，2019 年 M1-11 公路投资增速（1.9%）较低，若想要完成或接近完成十三五通车里程目标，各省 2020 年公路投资在资金允许情况下有望加速。

图表2: 2018年末各省十三五高速公路待通车里程及其占十三五通车里程目标的比例



注：Wind 数据最新为 2018 年末数据，待通车里程占新增目标比例=待通车里程/（十三五规划值-十二五规划值）；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

展望 2020 年，从拉动投资增长的效率角度看，交通水利类投资“立见成效”的能力较强，偏市政类投资作为改善城市运营的重要方面，有望受益于老旧小区改造等增量领域，城市轨交和生态环保类投资有望继续保持高速增长。我们认为在稳增长压力较大的情况下十三五未完成的公路项目及有望提前落地的十四五铁路、机场项目均有望拉动交通类基建投资实现较快增长；水利投资在 18/19 年增长均较慢，水利部此前提出 2020 年防涝压力较大，水利投资有望实现较快增长；市政类投资中，城投融资环境的改善对公共设施投资有望形成利好，城市快速路、垃圾处理等细分板块有望增长较快；水和燃气的生产供应业投资在改善民生过程中扮演重要角色，2020 年有望继续保持较快增长，而电力投资则有望受益于特高压投资的快速增长；城市轨交自 18Q3 发改委重启建设规划审批以来，多地规划获批，且城轨被列为新基建重要组成部分，我们预计未来有望维持较快增长；在生态环保领域，生态治理和流域治理有望继续为板块贡献较大的增量。我们预计 2020 年狭义/广义基建投资增速有望达 13%/12.71%。

图表3：基建投资分项预测表（金额单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>1.交通水利</b>								
公路	15461	16513	17784	21163	21335	21740	24349	24836
yoy	12.92%	6.80%	7.70%	17.70%	0.40%	1.90%	12.00%	2.00%
全国铁路	-	8238	8015	8010	8028	8029	10036	8531
yoy	-	-	-2.71%	-0.06%	0.22%	0.01%	25.00%	-15.00%
机场	734	769	782	869	857	943	1131	1278
yoy	2.46%	4.78%	1.70%	11.12%	-1.43%	10.00%	20.00%	13.00%
水利管理业	6290	7250	8725	10021	9530	9663	10630	10948
yoy	26.50%	15.27%	20.35%	14.85%	-4.90%	1.40%	10.00%	3.00%
<b>2.偏市政类</b>								
公共设施管理	38138	46180	56776	68262	69969	70179	75793	77309
yoy	23.10%	21.09%	22.95%	20.23%	2.50%	0.30%	8.00%	2.00%
电力热力生产供应	17538	20260	22638	22055	19342	19304	20848	20848
yoy	19.40%	15.52%	11.73%	-2.57%	-12.30%	-0.20%	8.00%	0.00%
水生产供应	3136	4118	4964	5509	6352	7426	8539	9564
yoy	16.80%	31.29%	20.54%	10.99%	15.30%	16.90%	15.00%	12.00%
燃气生产供应	2242	2331	2135	2230	2372	2802	3222	3383
yoy	1.90%	4.00%	-8.44%	4.45%	6.40%	18.10%	15.00%	5.00%
<b>3.生态环保</b>								
	1801	2249	3146	3822	5466	7499	10499	14174
yoy	26.00%	24.90%	39.87%	21.52%	43.00%	37.20%	40.00%	35.00%
<b>4.城市轨交</b>								
	2899	3683	3847	4762	5470	6564	8533	10069
yoy	33.90%	27.04%	4.45%	23.78%	14.87%	20.00%	30.00%	18.00%
<b>广义基建投资</b>								
	111939	131363	152012	173085	176185	182049	205178.4	213877.9
yoy	20.29%	17.29%	15.71%	14.93%	1.79%	3.33%	12.71%	4.24%
(1+2+3+4)/广义基建		84.95%	84.74%	84.76%	84.41%	84.67%	84.60%	84.60%
<b>狭义基建投资</b>								
	89114	104654	122276	143291	148387	154028	174039	181661
yoy	21.50%	17.20%	17.40%	19.00%	3.80%	3.80%	13.00%	4.38%
(1+公共设施+3+4)/狭义基建		81.11%	81.03%	81.59%	81.31%	80.91%	81.00%	81.00%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

科教文卫民生类投资虽然并不计入基建投资，但与基建稳投资的逻辑和手段均相似，也更符合改善民生、促进消费升级的大方向，亦有望取得较快增长。体育、卫生、教育和科研行业的固定资产投资对应体育场馆、医院、学校和科研场所的建设，但该部分投资并不计入基建投资。2019 年卫生业固定资产投资 0.62 万亿元，同比增长 6.8%，教育业固定资产投资 1.4 万亿元，同比增长 17.7%，体育和科研投资数据截至 2015 年，但体育业固投 13-15 年占文化、体育和娱乐业投资的比例在 15%~20%，研究和试验发展业固投占科学研究、技术服务和地质勘查业固投的比例在 30%左右，若假设 19 年体育业/科研业固投占一级行业的比例为 15%和 30%，则分别对应投资额 0.18 万亿元和 0.24 万亿元，而二者对应一级行业固投在 2019 年的增速分别为 13.9%和 17.9%。我们预计 19 年体育、卫生、教育和科研行业固投合计 2.44 万亿元，是广义基建的 13.4%，但其增速远高于基建，我们预计其也有望成为 2020 年稳增长的重要发力点。

### 资金端：资金来源对基建投资支撑或明显提升

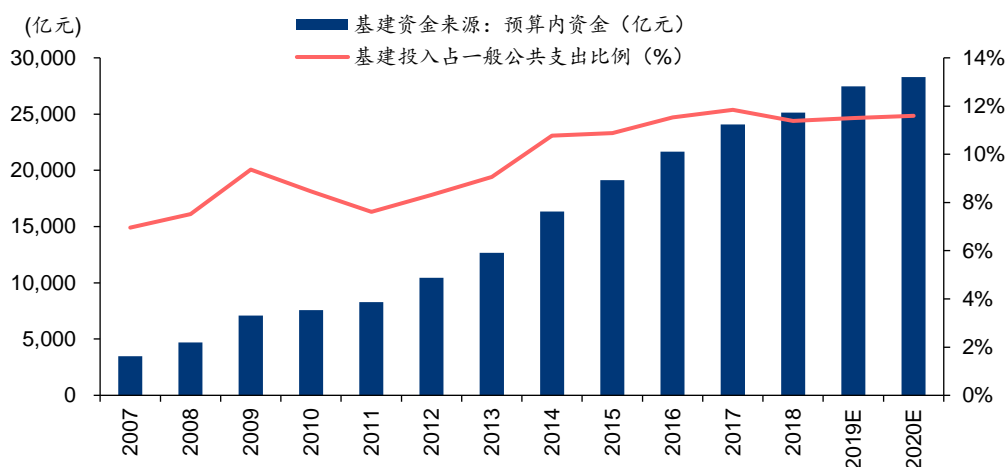
从 2018 年到 2019 年，我们认为制约基建投资的资金因素在发生一定改变。2018 年 4 月后地方隐性债务核查力度加大，且社融增速下滑，信用环境边际收紧（体现为信用债信用利差的扩大），基建项目获得信贷支持的能力下降，彼时项目贷能否及时到位，置换建筑企业垫入的自有资金，是市场关注的重点问题之一。但进入 2019 年后，信用环境出现改善，但城投及财政资金相对紧张，导致资金问题由项目贷向资本金转变，而资本金的缺失又导致了项目贷无法及时到位（但总体上项目贷的情况较 18 年或明显改善），我们认为与 2019 年允许专项债做资本金，及降低资本金出资比例政策相呼应。整体看，我们认为 2019 年下半年信贷对基建的支持力度已经有所回升，2020 年财政端的资本金出资有望改善。2019 年占狭义基建近 50%的市政投资疲软，我们认为一定程度上与城投债务控制有关，因此 2020 年城投融资或是除信贷之外，基建资金来源的另一个重要观测点。根据 2 月 21 日、3 月 27 日政治局会议的提法，提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模，以及发挥好政策性金融作用，将是本轮宽财政的重要手段。城投债务在货币政策相对宽松的环境下亦有扩张空间。

### 预算内资金：一般公共预算增量依赖于扩大赤字

我们预计 2020 年一般公共预算支出增长 0.5 万亿元，扩大预算赤字是主要贡献。综合而言，预计今年一般公共预算支出增长 0.5 万亿元，对应同比增速为 2.1%（2019 年同比增速为 8.1%）。预算赤字是打开公共财政空间的关键，我们预计 2020 年赤字率提升至 3.5%。预算赤字通过增发国债与地方一般债弥补。扩大赤字本身是积极财政的应有之义，但出于稳定国民信心、维护国际形象、维持财政健康可持续等目的，我国过去从未打破 3% 的预算赤字率红线。然而本次疫情显著加剧了财政收支平衡矛盾，政治局会议提出适当提高财政赤字率，或预示赤字率正式突破 3%。据财政部许宏才副部长 4 月 3 日在国务院联防联控机制新闻发布会上介绍，2019 年我国政府债务的负债率（债务余额/GDP）为 38.5%，低于欧盟 60% 的警戒线，也低于主要市场经济国家和新兴市场国家水平，意味着赤字存在较大提升空间。我们预计 2020 年预算赤字率 3.5%（2019 年为 2.8%），对应新增赤字规模 0.9 万亿元。

我们预计 19/20 年用于基建的预算内资金占一般公共预算支出的比例有所提升，19/20 年基建预算内资金来源同比增速 9.3%/3%。基建资金来源中预算内资金占当年财政一般公共预算支出的比例自 2011 年期基本处于上升态势，仅 2018 年占比较 2017 年有所回落，但 2018 年 7 月后，在经济下行压力加大，中央提出逆周期调节政策后，公共财政支出中的城乡社区、农林水和交通运输事务支出增速明显回升，19 年上述三项支出合计同比增长 9%，高于全部公共预算支出增速。我们预计 19/20 年在稳增长政策下，基建资金来源中的预算内资金占一般公共预算支出的比例仍可能小幅上升，19/20 年分别为 11.5%/11.6%，对应基建资金来源中的预算内资金同比增速 9.3%/3%。

图表4： 预算内资金用于基建金额及占一般公共预算支出比例



注：19/20 年数据为华泰预测；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 国内贷款：政策性银行承担准财政职责，中长期贷款有望持续改善

我们预计基建资金来源中国内贷款占非金融企业中长期贷款新增额的比例在 19/20 年有所提升，19/20 年基建国内贷款同比增速 7.59%/25.19%。2010-2016 年之前基建国内贷款占非金融企业中长期贷款新增额的比例均在 46% 以上，但 2012 年之后占比逐步下降。2014-2016 年间，制造业和地产投资增速均呈现低景气，基建投资客观上起到了稳投资的作用，叠加 BT 项目减少后支付进度款类项目增加，在此期间基建国内贷款占非金融企业中长期贷款新增额的比例未明显下降。2017 年基建国内贷款占非金融企业中长期贷款比例明显下降，我们认为可能与 PPP 项目模式处于高景气阶段、及地产和制造业增速向上但基建投资增速向下有关。但 2018 年紧信用叠加表外融资受到抑制，基建贷款占非金融企业中长期贷款比例略有上升。我们认为 2019 年、2020 年财政端对隐性负债的控制仍然较为严格，表内融资对基建的支持力度有望增大，在资本金问题得到较好解决的情况下，用于基建的贷款落地有望加快，带动基建国内贷款占非金融企业中长期贷款新增额的比例继续有所提高。20Q1 非金融企业中长期贷款新增 3.04 万亿元，同比增长 18.2%，增速较 19Q1 和 18Q1 显著提升，我们预计 20 年全年其有望延续 Q1 的高增长态势，预计全年增速或达 15%。

图表5：非金融企业中长期贷款单月新增额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：基建资金来源中国内贷款预测



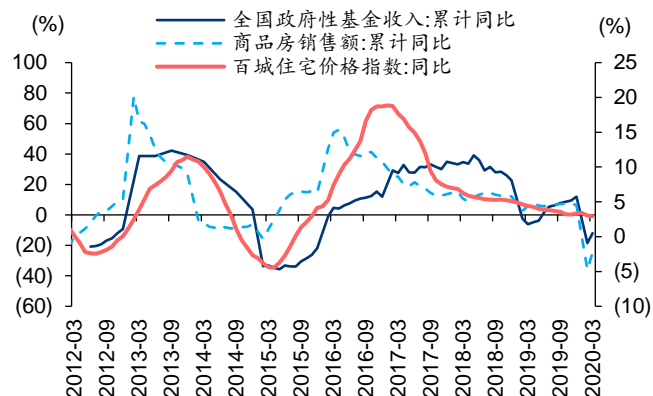
资料来源：华泰证券研究所

### 自筹资金：专项债或对冲卖地收入下行压力，PPP 有望改善

从审慎角度出发，我们预计全年政府性基金支出或下降 0.8 万亿元左右。我们预计今年土地出让收入出现负增长，拖累政府性基金收入同比减少 5% (2019 年为 12%)，减少约 0.4 万亿元。2012-2017 年每年土地出让金收入与支出数额的差异不大，6 年收入合计大于支出合计 1135 亿元。但 2018/2019 年在减税等因素对一般公共预算支出造成压力的情况下，政府性基金支出压力有所增大，两年合计土地出让金收入比支出少 8400 亿元，从历史情况来看，我们认为这种“入不敷出”的情况持续性有限。假设 2020 年土地出让金账户回到收入与支出基本持平的正常状态，我们预计全年土地出让金安排的支出可能比 2019 年下降 0.8 万亿元左右。在今年整体经济受疫情影响较大的情况下，我们预计除土地出让金外的其他基金账户收入也较难取得正增长，对应支出预计与 19 年基本持平。

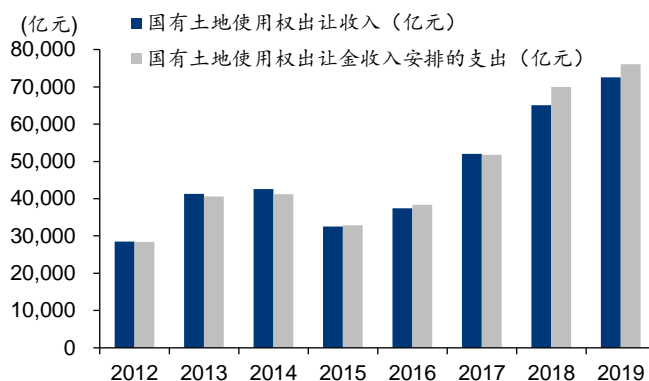


图表7：政府性基金收入高度依赖房地产市场



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：历年入地出让金收入及对应支出



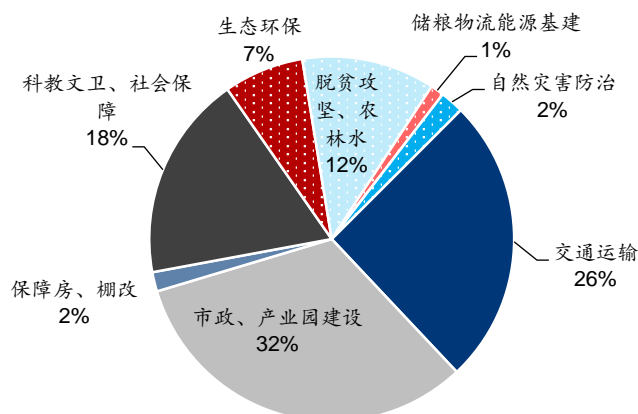
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们判断历史上土地出让金支出和其他政府性基金账户支出中投向基建的比例均为40%-45%，以40%计算，预计2020年政府性基金投向基建资金同比减少0.32万亿元。从历史数据来看，土地出让金对应支出中用于征地拆迁和土地开发的比例在55%左右，其余资金用于城市建设、农村基建、土地整理、耕地保护等，我们假设在扣除征地拆迁和土地开发后土地出让金大部分投向基建，预计土地出让金支出中基建占比在40%左右。政府性基金的其他账户中包括多个领域，与基建直接相关的主要为铁路、民航、收费公路、重大水利项目发展建设类基金，在剔除土地出让金支出后，2018年与基建相关基金账户的支出占到政府性基金支出的比例在45%左右。因此结合上文与本段分析，我们预计在土地出让金安排支出2020年可能减少0.8万亿的情况下，政府性基金投向基建的金额可能减少0.32万亿元（ $0.8 \times 40\%$ ）。

专项债是政府性基金大类支出下有望对基建产生显著推动效应的科目，我们预计其有望为2020年政府性基金的基建支出带来超2万亿的增量资金。过去几年中我国专项债额度出现大幅增长，2018/2019年中央下发新增专项债额度1.35/2.15万亿元，我们预计2020年新增专项债额度有望达3.5万亿元。我们认为2020年专项债投向基建金额有望大幅增加，增量主要来自于两个方面：

1) 专项债投向基建的比例大幅增加。我们以Wind项目收益专项债口径进行研究，18/19年项目收益专项债净融资额1.02/1.97万亿元，其中投向土储和棚改的比例分别达到88%和70.6%。我们预计2019年投向基建的专项债基金在6000亿元左右，占当年专项债2.06万亿元净融资额的比例不超过30%。此前财政部已明确2020年提前下发的专项债额度不得用于土储等与房地产相关的领域，而根据财政部的数据，20M1-3发行地方债1.54万亿元，其中仅交通、市政、环保三项明确投向基建的科目占比就达到65%，我们预计考虑到其他项目中科教文卫、农林水、能源基建中包含基建的部分，20Q1地方债投向基建的比例有望超过70%。

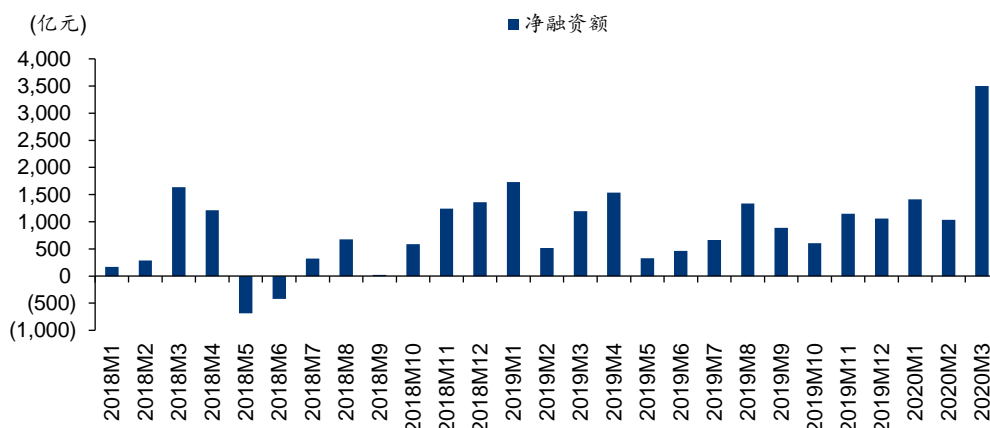


**图表9： 财政部 1-3 月地方政府债券投向占比**

资料来源：财政部，华泰证券研究所

2) 专项债可做资本金，一定程度提升了专项债的资金撬动能力。当前财政部规定各地所发行的专项债中，对于 10 类重大基建项目（铁路、轨交、高速公路、能源、医疗、垃圾处理等），用于资本金的比例可达 25%。由于专项债做资本金本身对项目收益有一定要求，我们认为实际操作中用作资本金的专项债比例很难达到 25%，但达到投向基建专项债的 10%可能性较大。假设 2020 年新增专项债额度 3.5 万亿元，其中投向基建比例 70%，其中 10%用作资本金（3 倍杠杆），则 2020 年专项债对基建资金的贡献有望达到 2.94 万亿元，较 2019 年有望增加 2.34 万亿元。

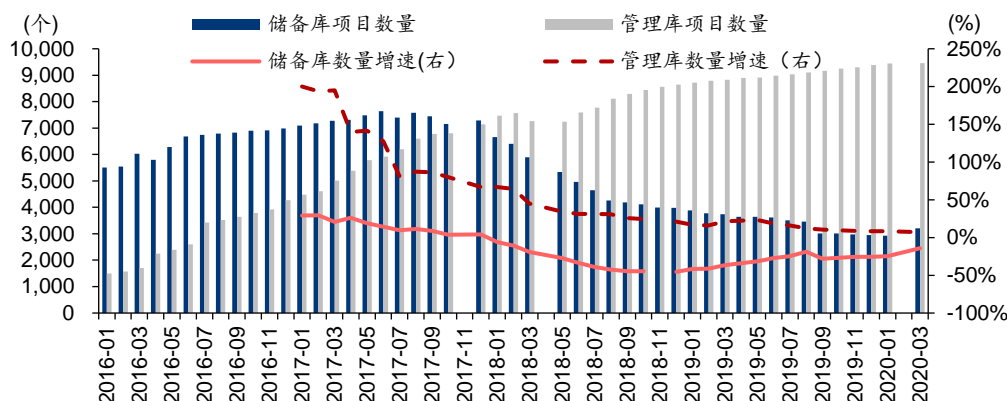
城投融资环境边际改善，我们预计城投债全年净融资额与 2019 年相当。城投企业历来是担负财政逆周期发力的重要载体。虽然新预算法出台后，地方政府与城投债务作了新老划断，目前严控隐性债务的态度也并未放松。但转型中的城投企业仍担负着地方基建项目的建设运营，在当下宽财政扩基建的政策导向下，融资需求有所增长。同时疫情以来，货币政策保障银行间流动性的合理充裕、助力战“疫”债发行、支持信贷增长。今年 3 月城投债净融资规模创新高，18Q1/19Q1/20Q1 城投债净融资额 2213/3678/6312 亿元，20Q1 城投债净融资同比明显增长。然而非标在资管新规过渡期内预计维持压降态势。我们预计城投有息债务中，债券、信贷、非标余额增速分别为 25%、20%、-30%，对应债务规模增长 4.5 万亿元，其中剔除信贷的债务规模预计增长 1.2 万亿元左右。

**图表10： 城投债净融资额单月情况**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

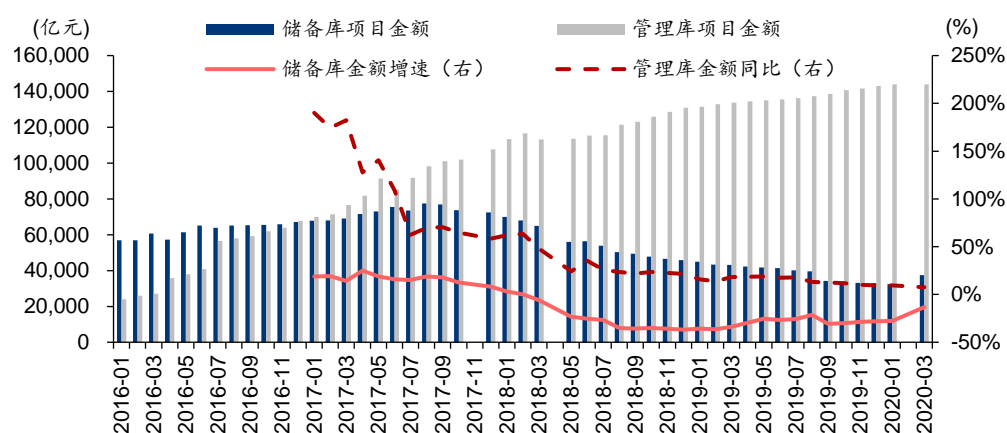
PPP 步入规范发展期，预计全年对基建资金的贡献有望同比增加。2019 年开始，PPP 政策呈现鼓励规范发展的趋势，但同时加强了对总量的控制，2019 年 PPP 投资规模与 2018 年相比总体稳定。在规范发展的基础上，20Q1PPP 相关政策总体偏鼓励发展，2 月财政部陆续发布《关于加快加强 PPP 项目入库和储备管理工作的通知》（财企函【2020】1 号）和《污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目合同示范文本》（财办金【2020】10 号）两份文件，在地方政府积极推动在建项目形成投资，信用及融资环境改善，PPP 民企龙头财务负担逐步消化，建筑央企投资规模有望稳定增长的情况下，我们预计 2020 年 PPP 项目投资有望实现 20% 左右增长。

图表11： 财政部 PPP 库项目数量及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

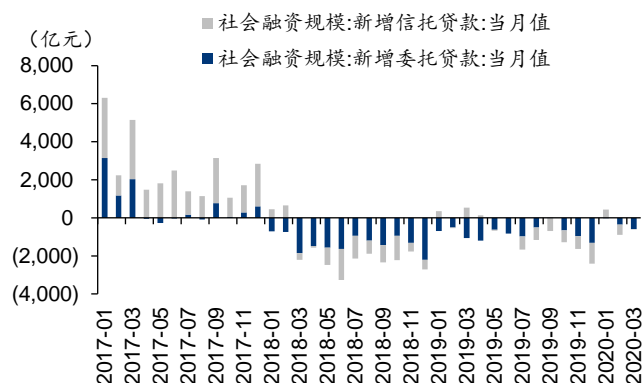
图表12： 财政部 PPP 库项目金额及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

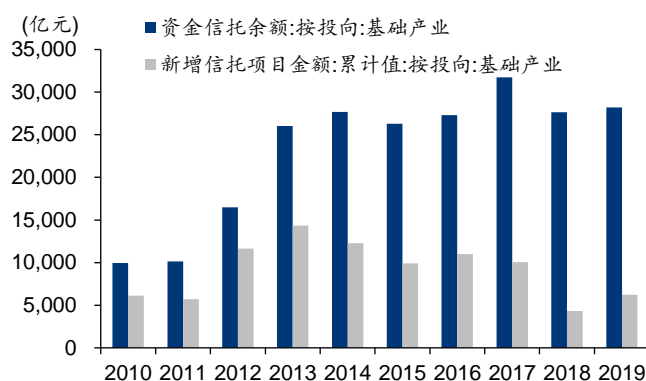
非标压降仍可能是大势所趋，但资管新规过渡期的延长有望使得其对基建资金的负贡献边际收窄。2018 年社融口径的委托贷款和信托贷款合计净减少 22978 亿元，2019 年二者合计净减少 12862 亿元，我们认为在资管新规规定 2020 年底过渡期结束情况下，基建非标融资 18/19 年受到较大影响。从信托的投向看，2018 年新增的基建信托项目投资额仅为 2017 年的 43%，但 19 年在经济下行压力增大情况下，一方面委托贷款和信托贷款净减少量较 18 年收窄，而新增信托项目中投向基础产业的金额也同比增加了 44%，达到 0.62 万亿元。今年 2 月银保监会表示“按照资管新规要求，稳妥有序完成存量资管业务规范整改工作，对到 2020 年底确实难以完成处置的，允许适当延长过渡期”，央行表示正在就资管新规过渡期延长与银保监会进行技术评估，存在可能性。我们认为非标融资存量较大，其变动对基建资金来源存在较大的影响，在今年的经济形势下，资管新规的过渡期延长存在其必要性，20Q1 委托贷款和信托贷款净减少 1100 亿元，较 19Q1 少减 340 亿元左右，若过渡期如期延长，有望降低非标融资的收缩压力，但非标融资对基建资金产生增量贡献的可能性较小，我们预计 19/20 年基建融资中非标下降 15%/10%。

图表13: 新增委托贷款与信托贷款当月值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 投向基础产业信托余额及新增基础产业信托投资



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们预计其他类型基建资金来源全年贡献有所下降,《政府投资条例》深入执行情况下应付款项融资或负增长。综合来看,我们预计2020年全年基建资金来源同比增长16%左右,能够支撑基建投资取得13%左右的较快增长。预算内资金、国内贷款及自筹资金是基建资金来源的重要组成部分,此外还有外资和其他两个科目,我们保守预计2020年外资对基建资金来源的贡献同比下降20%,而其他类基建资金来源与2019年基本持平。《政府投资条例》规定不得拖欠建筑企业工程款,我们预计2019/2020年本年应付款为基建提供的资金同比下降16.8%/9.8%,带动广义基建的资金缺口同比继续收窄。总体来看,我们预计2020年基建资金来源的增量主要来自于国内贷款和专项债,潜在风险点主要在非标压降的力度及卖地收入的降幅,城投债和PPP提供的资金增量有望超预期。我们中性预计2020年基建资金来源有望实现同比增速15.9%,可带动基建投资实现13%左右的增长。

图表15: 基建资金来源预测表(金额单位:亿元)

	2016	2016yoy	2017	2017yoy	2018	2018yoy	2019E	2019Eyoy	2020E	2020Eyoy
国家预算资金	21,663	13.31%	24,082	11.16%	25,142	4.40%	27,470	9.26%	28,289	2.98%
国内贷款	21,084	11.13%	23,398	10.98%	21,587	-7.74%	23,226	7.59%	29,077	25.19%
自筹资金	81,845	2.60%	87,587	7.02%	84,928	-3.04%	91,750	8.03%	110,052	19.95%
其中:(1)政府性基金	21,067	8.50%	26,738	26.92%	35,545	32.93%	42,546	19.70%	62,746	47.48%
(2)城投债	14,537	29.17%	5,410	-62.78%	6,949	28.45%	12,718	83.00%	12,718	0.00%
(3)非标等	39,322	-15.05%	45,261	15.10%	35,279	-22.05%	29,987	-15.00%	26,988	-10.00%
(4)PPP	3,913	-65.23%	7,516	92.08%	5,412	-28.00%	5,500	1.63%	6,600	20.00%
(5)其他	3,006	64.69%	2,662	-11.45%	1,744	-34.49%	1,000	-42.66%	1,000	0.00%
利用外资	265	26.19%	460	73.74%	378	-17.89%	378	0.00%	302	-20.00%
其他	11,439	30.33%	14,006	22.43%	14,026	0.15%	14,166	1.00%	14,166	0.00%
基建资金来源	136,296	7.44%	149,533	9.71%	146,061	-2.32%	156,990	7.48%	181,885	15.86%
本年应付款	20,290	4.77%	23,089	13.80%	29,520	27.85%	24,559	-16.81%	22,281	-9.28%
广义资金缺口	10.34%		13.61%		17.10%		13.77%		12.50%	
广义基建投资	152,012	15.71%	173,085	13.86%	176,183	1.79%	182,050	3.33%	204,621	12.40%

资料来源:统计局,华泰证券研究所

### 地产&园林:疫情不改竣工增长趋势,再融资松绑利好园林装饰板块

进入2020年,Q1疫情对地产新开工影响较大,地产竣工或受到资金到位影响,随着国内疫情好转,施工和土地出让加速恢复,带动开发投资降幅显著收窄。1-3月地产开发投资同比增长-7.7%,增速较1-2月提升8.6pct,3月单月增长1.2%,销售、拿地、新开工、竣工等实物量指标降幅均有所收窄,我们预计疫情结束后,地产有望开始赶工,竣工增速仍有望保持较高增长,疫情影响下地产需求只会延后不会消失。

在政策、流动性以及销售复苏的带动下，地产到位资金同比降幅收窄。1-3 月房地产开发企业到位资金为 3.36 万亿元，同比下降 13.82%，增速较 1-2 月提升 3.7pct，国内贷款、个人按揭贷款、定金及预收款、自筹资金增速全面修复。此外，流动性宽松预期也将进一步优化融资结构：1) 房地产金融监管实际执行层面已经对于名单制管理进行优化；2) 全球新一轮宽松周期打开我国货币政策的调整空间，3 月末以来央行降准回购利率、定向降准、超预期降准超储利率，4 月 MLF 下调 20BP，宽松趋势仍在延续，地产融资或仍将受益。

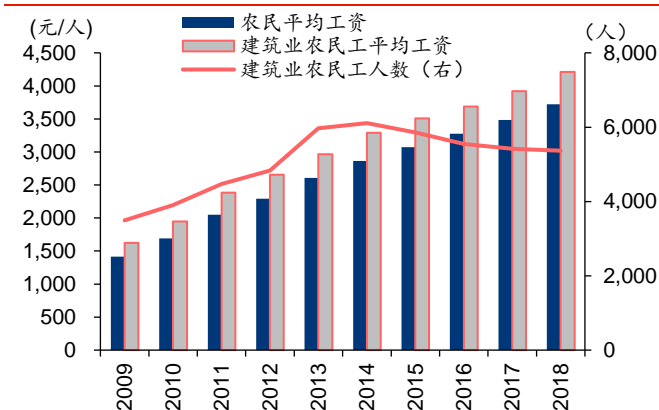
再融资松绑利好园林装饰高弹性品种。2020 年 2 月，证监会出台再融资新规，降低创业板公司定增门槛，我们认为此举有望明显降低上市公司权益再融资的难度。建筑板块上市公司业务发展总体资金需求较大，此前较为严苛的再融资规定使得板块内公司的再融资受到较大阻碍，再融资松绑，有利于资产负债率较高的园林、装饰等子板块公司加快资本结构优化，一定程度恢复其规模增长弹性，同时有利于高景气度或竞争格局较好的子行业龙头依托资本市场加速提升市占率。

### 钢结构：受益新老基建齐发力，行业保持高景气

根据中国建筑金属结构协会数据，2017 年世界上主要发达国家的民用建筑中钢结构建筑占比均超过 20%，而我国民用建筑中钢结构建筑占比仅约 4%，建筑用工成本及招工难度上升或是中长期趋势，混凝土结构相对于钢结构的成本优势收窄，叠加政策向钢结构倾斜，19 年 3 月住建部首次仅提出开展钢结构装配式住宅建设试点，2020 年住建部提及“大力推进钢结构装配式住宅建设试点”，我们认为钢结构推广有望提速，中长期看钢结构渗透率有望持续提升。此外，钢结构下游分散广阔，不仅受益于传统基建领域逆周期调节力度的增强，同时受益于轨道交通、通信枢纽等新基建领域的应用。

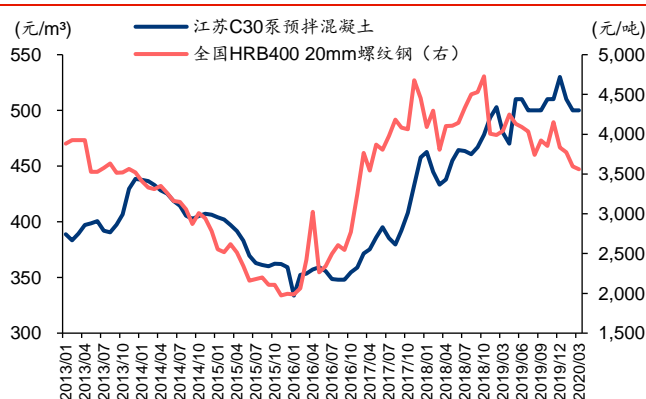
依据住建部 2016 年 12 月印发的《装配式建筑工程消耗量定额》，PC 率为 40%的装配式混凝土小高层和高层住宅建安费用中人工费约占比 15.5%，而钢结构建筑中人工费占比 8.2%。在人工成本处于上行通道且招工难度加大的状况下，装配式钢结构的成本优势将逐渐显现，混凝土结构和钢结构的成本差距有望逐渐缩小。17 年以来混凝土价格随着水泥、砂石价格快速攀升，而钢材价格在 17/18 年后高位回落，混凝土结构相对于钢结构的成本优势已逐步收窄，价格劣势有望明显改善。

图表16： 建筑业农民工月平均工资上升但人数逐年下降



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表17： 江苏 C30 泵送预拌混凝土和全国 HRB 螺纹钢价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所



2019 年之后，钢结构住宅相关政策强化，政策再次发生倾斜。复盘我国的装配式建筑相关政策，我们认为在 2019 年之前，住宅领域对于预制混凝土（PC）和钢结构（PS）并没有明显的侧重，2019 年 3 月住建部首次单独提出推进钢结构住宅试点工作，随后山东、浙江、湖南等地陆续出台试点方案，江西提出“到 2022 年，全省新开工钢结构装配式住宅占新建住宅比例达到 10% 以上”。2019 年 6 月住建部发布《装配式钢结构住宅建筑技术标准》行业标准，并于 10 月开始实施，在钢结构住宅的集成设计、部品部件生产、施工安装与质量验收、使用维护及管理等方面做了细致的规范，推动行业相关标准逐渐形成体系。12 月住建部年度工作会议上，再次强调 2020 年大力推进钢结构装配式住宅建设试点，任务目标进一步细化，钢结构试点住宅建设打开钢结构应用空间。

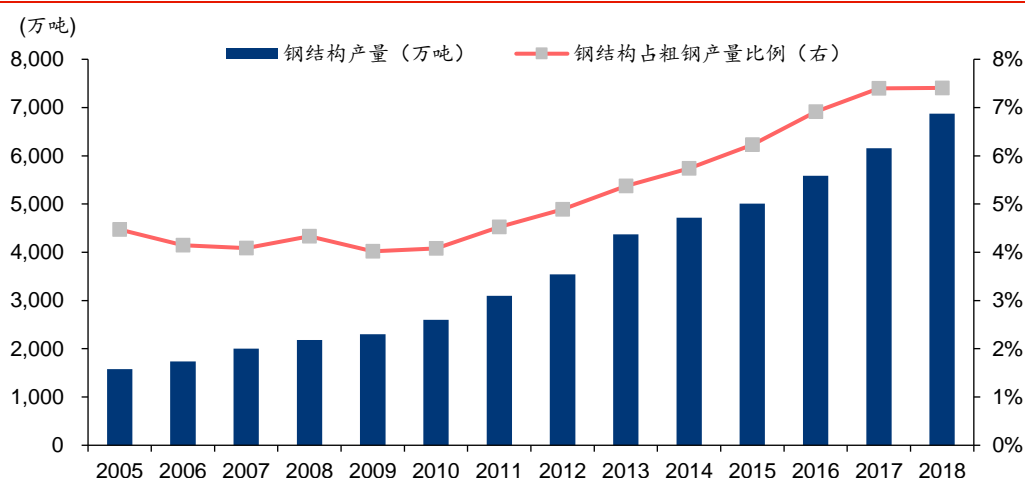
图表18： 山东、湖南、四川、浙江等地陆续出台钢结构试点方案

省份	政策
山东	到 2020 年，初步建立符合山东省实际的钢结构装配式住宅技术标准体系；到 2021 年，全省新建钢结构装配式住宅 300 万平方米以上，其中重点推广地区新建钢结构装配式住宅 200 万平方米以上
湖南	力争用 3 年时间（2019-2021 年），培育 5 家以上大型钢结构装配式住宅工程总承包企业，完成 10 个以上钢结构装配式住宅试点示范项目，形成湖南省绿色钢结构装配式建筑产业集群
四川	到 2022 年，培育 10 家以上钢结构装配式住宅建设的新型墙材和装配式装修材料企业。新开工钢结构装配式住宅 500 万平方米以上
河南	到 2022 年，培育 5 家以上省级钢结构装配式产业基地和 2—3 家钢结构总承包资质企业，建成 10 项城镇钢结构装配式住宅示范工程，积极开展装配式农房试点，探索建设轻钢结构农房示范村 1—2 个
浙江	到 2020 年，全省累计建成钢结构装配式住宅 500 万平方米以上，占新建装配式住宅面积的比例力争达到 12% 以上，打造 10 个以上钢结构装配式住宅示范工程，其中试点地区累计建成钢结构装配式住宅 300 万平方米以上。到 2022 年，全省累计建成钢结构装配式住宅 800 万平方米以上，其中农村钢结构装配式住宅 50 万平方米
江西	到 2020 年底，全省培育 10 家以上年产值超 10 亿元钢结构骨干企业，开工建设 20 个以上钢结构装配式住宅示范工程，建设轻钢结构农房示范村不少于 5 个。到 2022 年，全省新开工钢结构装配式住宅占新建住宅比例达到 10% 以上
青海	到 2022 年，建成 3 项城镇钢结构装配式示范工程和 1—2 个轻钢结构农房示范村

资料来源：住建部，华泰证券研究所

政策规划目标清晰，钢结构行业景气度未来有望继续保持较高水平。根据工信部《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》中 2020 年钢结构用钢量 1 亿吨目标进行测算，2020 年钢结构行业产量增速有望保持 15% 以上；细分下游来看，我们假设 2019 年住宅新开工面积中钢结构渗透率 1%，至 2025 年房屋新开工面积复合增长率 3%，至 2025 年钢结构住宅渗透率达到 10%（参考江西省规划），预计住宅领域未来五年内有望额外为整体产量贡献不低于 3pct 的年增长率，钢结构其他下游相对分散（场馆、桥梁、医院、学校等领域），我们预计全国非住宅类建筑钢结构产量未来年增长率有望高于实际 GDP 增速，行业景气度未来有望保持较高水平。

图表19： 我国钢结构产量及钢结构产量占建筑用钢量占比



资料来源：中国建筑金属结构协会，华泰证券研究所

## ROE 趋势：去杠杆趋于完成，未来有望进入上行通道

我们预计 2020 年资产周转率提升、盈利保持稳健、负债率趋稳有望驱动建筑板块 ROE 和估值回升。站在长期角度看，我们认为必须是稳定且较高的 ROE 才能获取长期超额收益。展望未来，建筑股估值的变化将主要取决于 ROE 的稳定性，而影响 ROE 的主要是净利率、资产周转率、权益乘数三项。

商业模式改善对周转率的提升或是长期趋势。随着《政府投资条例》于 2019 年 7 月 1 日正式开始实施，政府投资项目不得由施工单位垫资建设，施工企业收款模式改善，以及湖南、江西等省份出台相关意见，明确政府拖欠企业的工程款和物资采购款必须于 2019 年年底偿还到位，央企压降两金与地方政府按时支付工程款等政策提振下，我们预计 20 年总资产周转率将有所提升。

2017-2018 年，建筑板块毛利率从 11.74% 提升至 12.37%，19 年建筑板块毛利率 11.68%，我们认为 19 年影响行业毛利率的因素部分改善但并未完全消除，但随着施工项目逐步进入回款期以及毛利率较高的基建业务回暖，行业毛利率中长期有望上行。且此轮建筑企业和地方政府去杠杆之后，行业竞争格局进一步清晰，龙头的竞争优势突出，央企国企市场份额的提升增加了集采规模优势，对毛利率提升有较好支撑。尽管 2017-2018 年建筑行业期间费用率小幅上行，但净利率总体仍保持稳定，且融资环境好转利好财务费用率降低，我们预计随着毛利率回升（竞争格局进一步优化+非流动资产盈利能力的提升）及基数效应的减弱，中长期净利率也有望延续上行，盈利能力延续提升趋势。

资产负债率未来趋稳，降负债完成后 ROE 风险有望基本释放完毕。2018 年 9 月 13 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求将所有行业、所有类型国有企业均纳入资产负债约束管理体制；而根据国务院国资委的《中央企业资产负债率分类管控工作方案》，2020 年建筑央企资产负债率应下降至 75%。2019 年末中国建筑（601668.SH，买入，6.60-7.15 元，资产负债率 75.33%）、中国铁建（601186.SH，买入，10.78-12.32 元，资产负债率 75.77%）、中国中铁（601390.SH，增持，6.24-6.43 元，资产负债率 76.76%）等建筑央企资产负债率指标仍略有超标，2020 年主动去杠杆目标面临考核，央企引领行业持续降杠杆，中国中铁已于 2019 年 11 月完成债转股，中国铁建（601186.SH，买入，10.78-12.32 元）、葛洲坝（600068.SH，买入，8.04-9.38 元）已经完成部分子公司的市场化债转股，后续随着去杠杆目标完成，板块负债率有望保持稳定，ROE 降低的风险有望逐步释放。

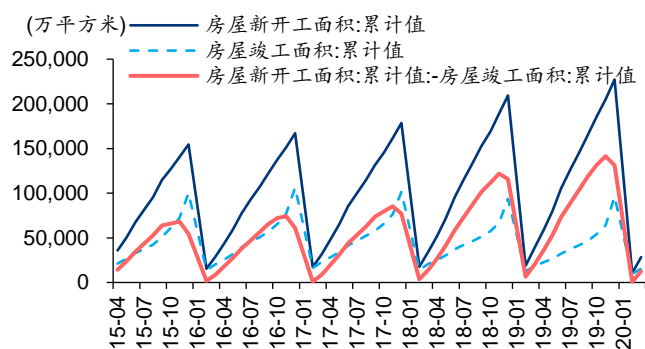
## 建材展望：政策加码助旺季更旺，首推水泥及消费建材龙头

### 消费建材：20 年地产竣工好转+集采/精装比例提升趋势不变

需求：中期竣工相关 B 端需求高景气，长期存量需求逐步释放

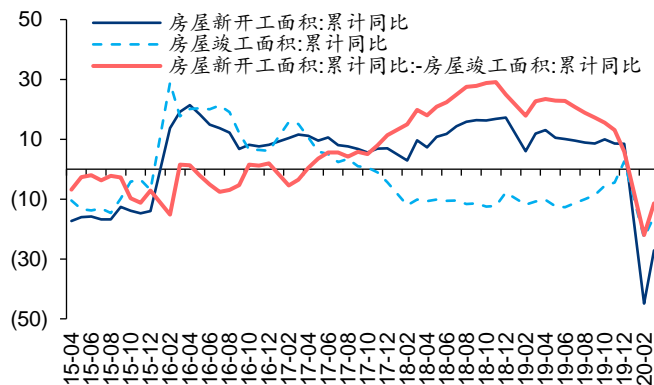
房屋新开工和竣工存在较大剪刀差，20 年竣工好转趋势不变。2014 年 11 月以来房屋新开工面积与房屋竣工面积剪刀差持续为正，房屋竣工面积累计增速 2019/6 触底(-12.7%)，2019 年 12 月已经反弹至 2.6%，累计数年内首次转正，12 月单月房屋竣工面积增幅高达 20.2%，创 17 年 7 月以来新高。我们认为房屋新开工与竣工存在较大幅度、较长时间的剪刀差，20 年初受疫情影响，19Q3 以来的竣工改善受到中断，1-2 月地产数据出现较大下滑，但 3 月房屋竣工面积同比下降 0.9%，呈现较快恢复，结合 3 月小挖销量同比增长 18%，4 月 15 日混凝土搅拌站运转率回升至 22%，我们预计 20Q2 地产施工传导有望加速，认为地产 20 年竣工好转趋势不变。

图表20： 2014.11-2020.3 房屋新开工、竣工面积及剪刀差（万平方米）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

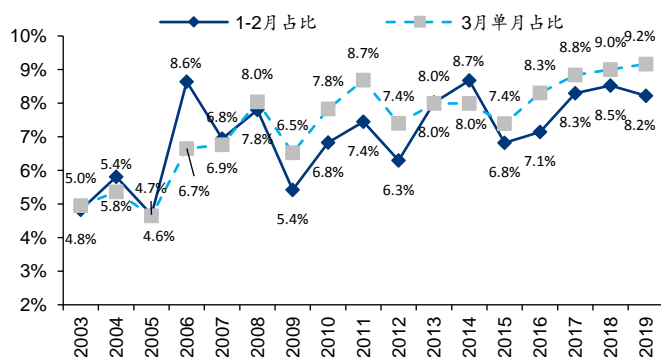
图表21： 2014.11-2020.3 房屋新开工、竣工累计增速及剪刀差（%）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

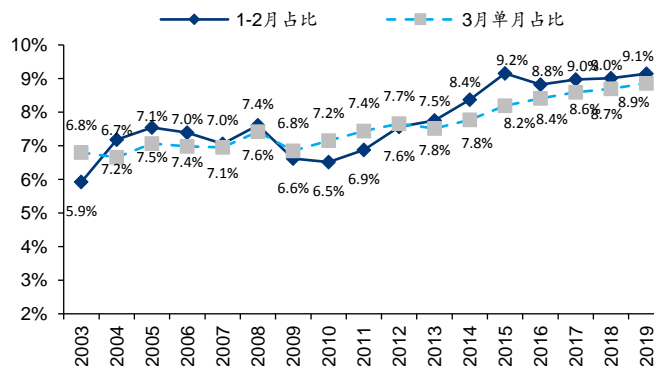
疫情对地产销售影响大于投资，考虑后期赶工对建材全年影响不大，但二手房恢复慢零售承压稍大。疫情发生在春节影响相对较小，对建材企业来说，短期内疫情会对 Q1 业绩产生影响，但是由于历年的 Q1 基建及地产投资占比低，为行业淡季，消费建材主要标的 Q1 收入占比约 15%-17%，同时 3 月大约占 50%，另外后期需求由于下游地产明确抢工期、基建逆周期调解加码等，我们预计全年工程端建材影响有限。零售端因为部分需求是靠二手房交易支撑且疫情可能短期抑制居民购房意愿，我们预计受影响会略大于工程端。

图表22： 地产销售面积 1-2 月和 3 月分别占当年全年比例



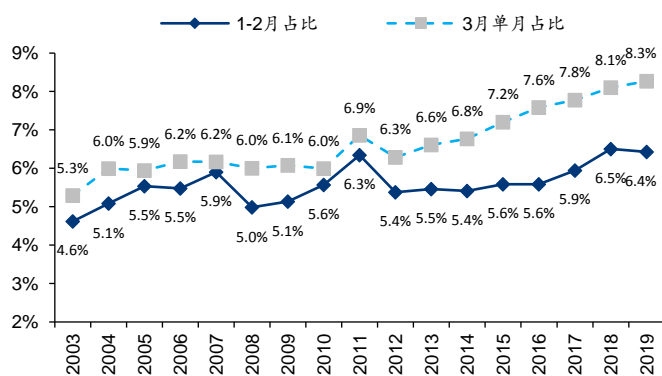
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 地产投资 1-2 月和 3 月分别占当年全年比例



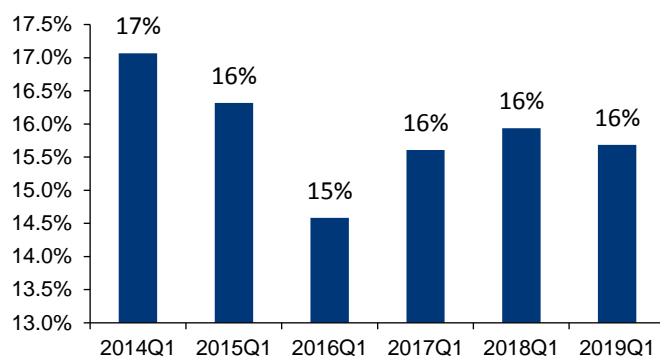
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24：基建投资 1-2 月和 3 月分别占当年全年比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25：消费建材企业历年 Q1 收入占比

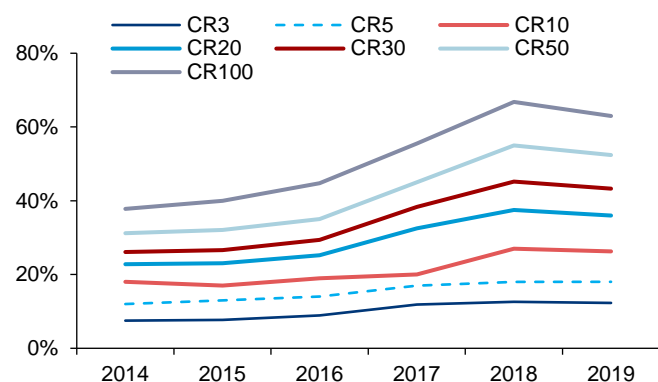


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 精装/集采驱动大 B 端市占率快速提升，渠道重要性加码

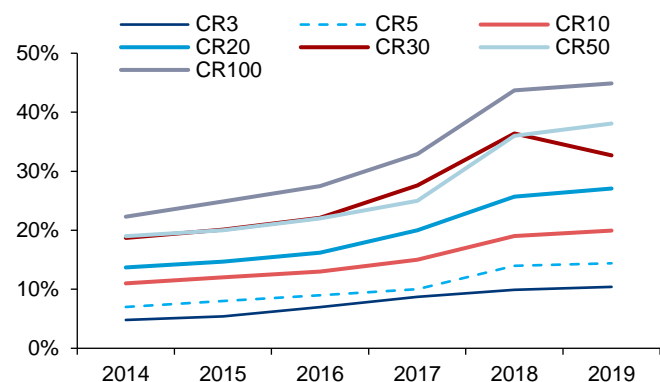
房地产行业的集中度提升利好龙头建材企业发展。根据克而瑞数据，TOP100 房地产企业销售面积市占率已从 2015 年的 25% 提升至 2019 年的 44%，伴随着下游房地产企业集中度提升，集采模式越来越受到地产商青睐，只有具备品牌、服务、资金优势的龙头建材供应商才能进入集采名单，加速推动品牌建材企业市占率提升。

图表26：地产集中度快速提升（销售金额占比）



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表27：地产集中度快速提升（销售面积占比）

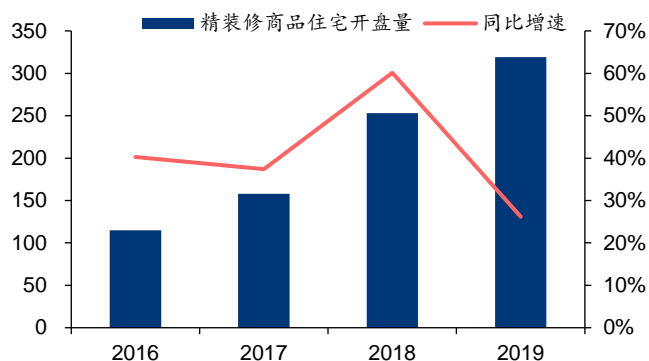


资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

住宅精装修市场放量，驱动瓷砖、内墙涂料等家装建材的大 B 端渠道重要性提升。2019 年全国新开盘精装修/全装修商品住宅 319.3 万套，同比增长 26.2%，渗透率达 32%，以华东地区和一二线城市为主力，渗透率较低的东北、西北地区及四线城市高速增长，因此预计 2020 年国内整体精装修渗透率仍将保持一定速度的增长。精装房的盛行，利于瓷砖、内墙涂料等行业工程端表现，有助于行业集中度的进一步提升。同时，建材行业提标，以及疫情带来资金压力加速地产商集中、经营困难出清小企业以及大企业具有抢工优势等因素，促进行业集中度提升。

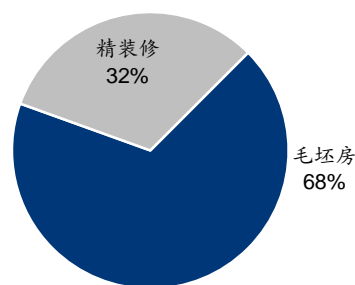


图表28: 2016-2019 年中国精装修商品住宅新开盘情况 (万套)



资料来源: 奥维 AVC 数据, 华泰证券研究所

图表29: 2019 精装房市场渗透率

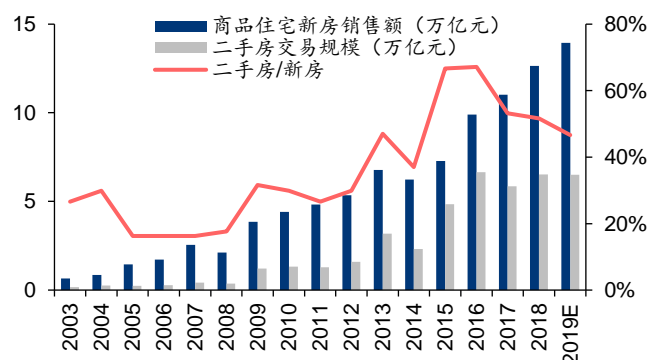


资料来源: 奥维 AVC 数据, 华泰证券研究所

2019 年开始中央对老旧小区重视力度明显加大, 提振防水/保温/涂料/管材需求。2019 年开始中央对老旧小区重视力度明显加大, 2020 年专项债新增老旧小区改造使用领域, 4 月 14 日, 国常会确定加大城镇老旧小区改造力度, 要求今年改造城镇老旧小区 3.9 万个, 涉及居民近 700 万户, 比去年增加一倍。按 9.5 万元最高户均改造投资估算, 今年旧改市场规模约 6650 亿元, 同比翻番, 同时会议再提专项债提前下达, 明确支持旧改。根据住建部 19 年 5 月统计数据, 全国待改造老旧小区面积约 40 亿平, 根据 2020 年 4 月 22 日《基建春来发新枝, 旧改更著消费花》报告, 测算屋面防水及新装电梯有望带动超 300 亿防水卷材需求, 节能改造及屋面板更换带来约 224 亿保温材料需求, 住宅给排水及小区热力污水改造带来约 150 亿管材需求。节能改造及抗震加固有望催生百亿外墙涂料需求, 若内墙全部重涂, 将新增建筑涂料需求 400 亿元。

存量改造需求释放在即, 小 B 端 (工程经销商+家装公司等) 重要性提升。从装修渠道来看, 一手房精装修和二手房改造性装修的比例也正快速提升。2019 年二手房交易金额占比达 47%, 长期来看, 重装需求有望逐步释放, 带动内墙重涂、瓷砖、室内水管、厨卫防水、石膏板等消费建材产品需求提升。2018 年全国住宅装饰行业产值 2.04 万亿元, 同比增长 6.3%, 其中商品房精装修 8500 亿元, 同比增长 11.8%; 改造性住宅装修产值 6900 亿元, 同比增长 15.0%, 对于传统零售企业, 需要积极开发装修公司渠道, 加强服务和客户体验打造差异化竞争力, 积极开拓线上渠道+线下落地服务的模式。

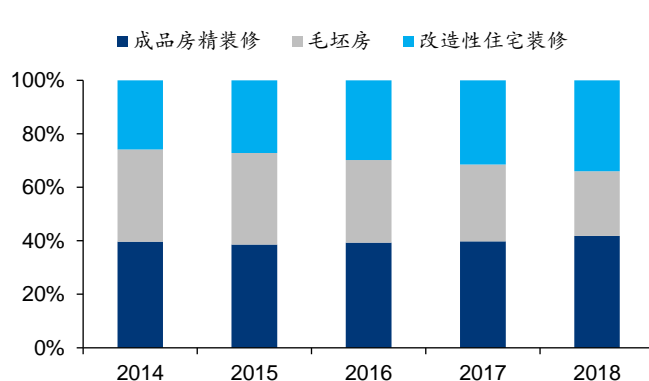
图表30: 二手房交易比例 (%)



资料来源: 贝壳研究院, 华泰证券研究所

注: 19 年为贝壳研究院预测

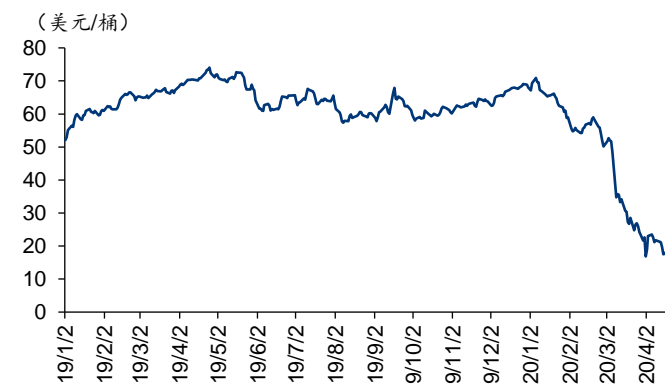
图表31: 不同类型住宅装修产值占比



资料来源: 中国建筑装饰协会, 华泰证券研究所

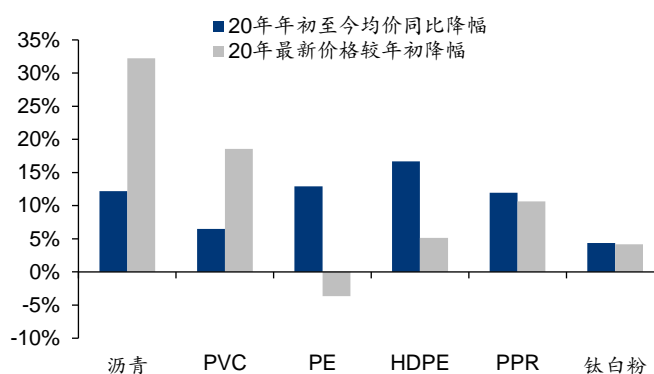
成本端受益油价下跌，预计今年利好防水、管材、涂料行业利润率提升，其中防水公司利润弹性最大。受原油价格下跌影响，沥青（防水卷材原材料）、PVC/PE/HDPE/PPR（管材原材料）、钛白粉（涂料原材料）均出现不同程度的下跌，我们认为成本端的扰动影响对防水企业更为有利，因产品价格端相对刚性，成本弹性大，我们对防水龙头东方雨虹、科顺股份进行利润弹性测算，沥青单吨价格下降 100 元带来的利润增厚分别占 19 年利润比重为 3%/6%，考虑到科顺股份去年 Q2 沥青价格随行就市，而东方雨虹去年 Q2 沥青价格锁定在 Q1 地位，因此我们认为相比而言，科顺股份 Q2 的利润弹性更大，根据我们测算，假设 20Q2 沥青价格同比下降 300 元/吨，则可以带来的利润增厚占 19Q2 利润比例约为 24%。

图表32: OPEC 原油价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: 各类原材料价格变化



注: 20 年初至今指 2020 年 1 月 1 日-4 月 2 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 水泥: 逆周期调节有望维持行业高景气

供求: 基建加码需求向上, 关注产能边际变化

2019 年全国水泥产量同比增长 6.1%，我们预计 2020 年中性假设下继续增长 2.5%。2019 年全国水泥产量 23.3 亿吨，同比增长 6.1%，增速好于市场和企业预期，其中北方区域由于基建投资恢复较好，水泥产量增长较多，华东和南方区域维持强韧性。

展望 2020 年，我们预计新冠肺炎疫情将对消费和出口产生较大影响，投资端有望加强逆周期调节，京津冀协同发展、长三角一体化、粤港澳大湾区、西部陆海新通道等国家战略区划落地，也有望推动华北、华东、西南区域水泥产量维持正增长，东北、西北基数效应减弱。综合对各区域水泥产量预测，我们预计乐观/中性/悲观假设下，2020 年全国水泥产量增长 5.0%/2.5%/-0.6%。（乐观情境下，我们预计 2020 年华东及南方区域水泥需求维持 5%以上高增长，北方区域水泥需求同比提升 3%-5%；中性情境下，我们预计华东及南方区域水泥需求同比增长 3%左右，华北地区受益于下游基建投资增长，水泥需求或同比小幅提升 0-3%，东北、西北等地需求同比持平；悲观情境下，我们预计华东及南方区域水泥需求与 19 年持平，而北方除华北地区外，其他地区需求同比下滑幅度约在 5%左右。）

图表34: 2019 及 2020 年全国水泥产量增速预测

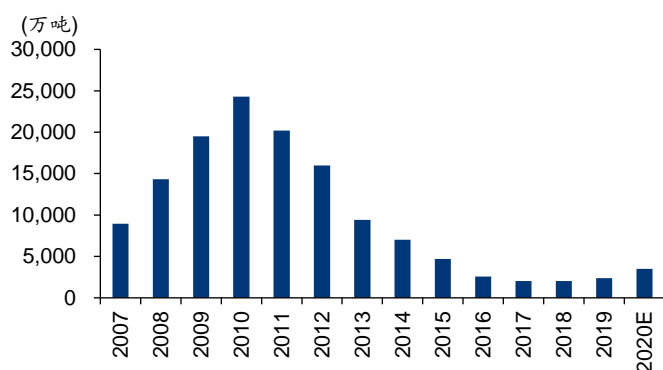
	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2015	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%	1.3%	-7.2%
2016	2.5%	7.2%	-1.2%	1.7%	1.6%	7.8%	-4.6%
2017	-0.2%	-11.9%	-10.5%	1.6%	1.6%	1.6%	-0.7%
2018	3.0%	8.5%	-5.7%	3.1%	3.7%	6.4%	-8.2%
2019	6.1%	6.3%	13.1%	9.4%	2.7%	4.0%	7.4%
2020E 乐观	5.0%	5.0%	3.0%	5.0%	5.0%	6.0%	3.0%
2020E 中性	2.5%	2.5%	0.0%	2.5%	3.0%	3.0%	0.0%
2020E 悲观	-0.6%	0.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-5.0%

资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2020 年净增熟料产能占比 1.1%，供给端压力仍然较小。自 2016 年 5 月国务院办公厅下发《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发[2016]34 号）以来，严禁新增水泥和熟料产能得到较好执行，年新增产能连续减少，2016-2018 年熟料新增产能 2558/2046/2043 万吨。根据中国水泥协会初步统计，2019 年全国新点火水泥熟料生产线 16 条，新点火熟料设计产能 2372 万吨/年，较 2018 年小幅增加，但主要为产能置换项目。2019 年 1 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确禁止将僵尸产能用于置换，有助于防范供给端过快增长。

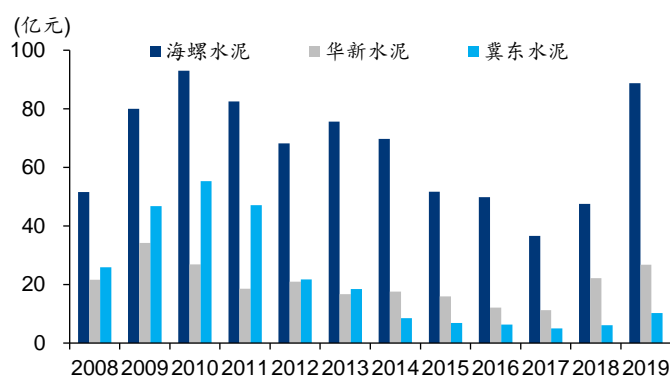
截至 2019 年末，全国共有新型干法水泥生产线 1624 条，年设计产能 18.2 亿吨。根据数字水泥网初步统计，2020 年预计将有 3510 万吨新增熟料产能，剔除 1465 万吨置换拆除产能，净增 2045 万吨，占 2019 年末在产产能的 1.1%，其中西南区域预计将有超过 1000 万吨净新增产能。从主要水泥企业资本开支来看，2018-2019 年资本开支呈现逐年上升，但绝对值大幅低于 2009-2011 年高峰期，且部分开支主要用于海外生产线建设。

图表35： 国内水泥熟料新增产能



资料来源：中国水泥协会，华泰证券研究所

图表36： 海螺水泥、华新水泥与冀东水泥资本开支

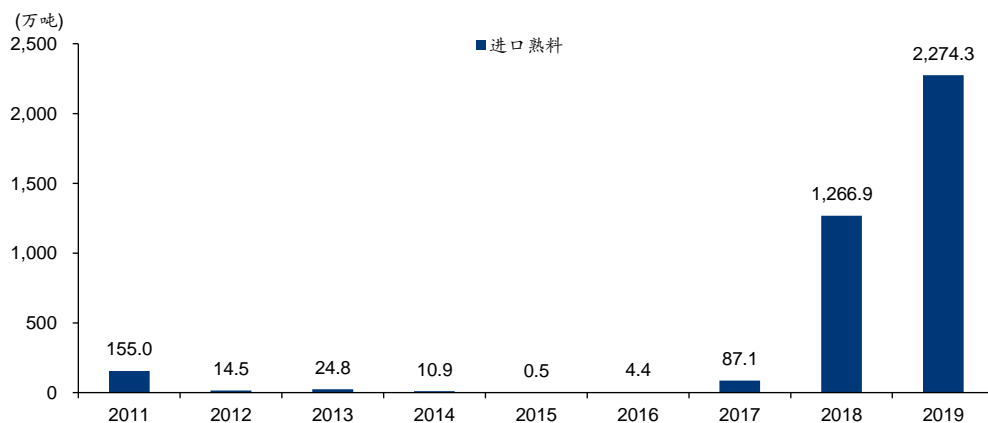


注：华新水泥 2019 年为前三季度资本开支数；个股信息如下：海螺水泥（600585.SH，买入，60.30-73.7 元）、冀东水泥（000401.SZ，买入，22.32-24.80 元）、华新水泥（600801.SH，未评级）；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**进口熟料大增，关注部分区域的阶段性冲击。**随着国内尤其是沿海区域水泥价格的上涨，贸易商通过进口海外熟料，将增加国内潜在水泥熟料供应。根据海关数据，2015 年我国进口熟料仅 5000 吨，2018 年猛增到 1267 万吨，2019 年进一步增至 2274 万吨，主要来源于越南和泰国。目前海螺水泥在华东区域成立了海中贸易平台，以平滑进口熟料的冲击，但山东、福建等区域的暴露风险相对更高。若 2020 年沿海区域水泥价格继续大幅上涨，我们认为进口熟料的供给风险应给予更多关注。

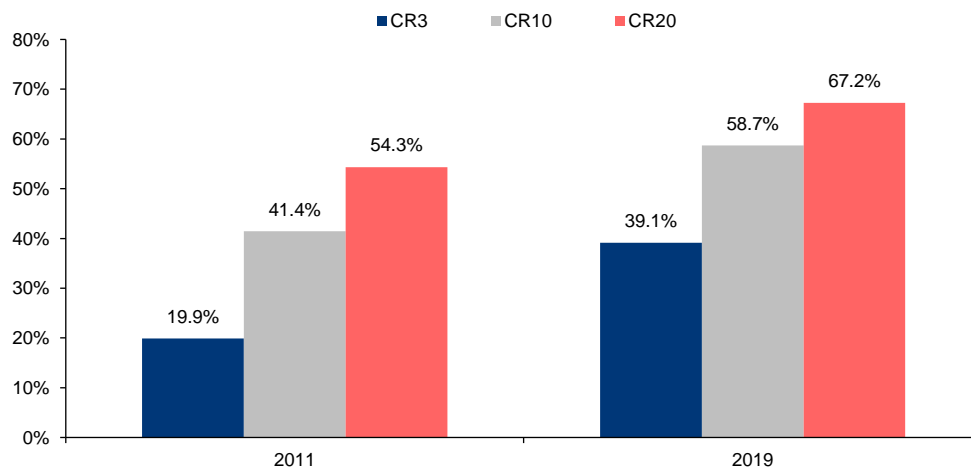
图表37： 2011-2019 年全国进口熟料总量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

但相比 2011 年高峰，2019 年龙头企业市占率进一步提升。与新一轮产能高峰 2011 年相比，2019 年行业竞争格局进一步优化，龙头企业市占率大幅提升，对部分区域的影响能力增强。截至 2019 年末，中国建材（3323.HK，无评级）3.9 亿吨、海螺水泥（600585.SH，买入，60.30-73.7 元）2.2 亿吨、冀东水泥（000401.SZ，买入，22.32-24.80 元）1.0 亿吨分别位居全国水泥企业熟料产能前三，CR3 占比 39%，较 2011 年提升 19.2pct；CR10 占比 67.2%，较 2011 年提升 12.9pct，水泥行业头部企业份额提升相对更快。

图表38： 2011 年和 2019 年水泥企业熟料产能市占率比较

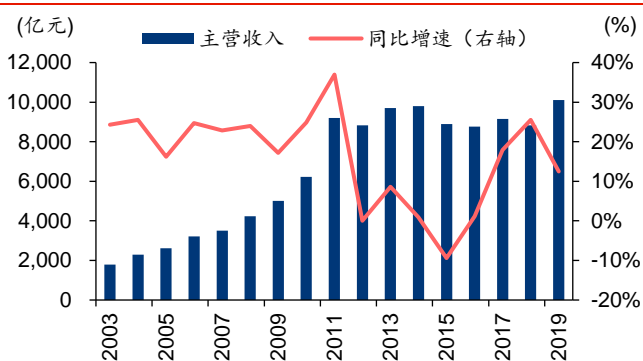


资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

### 盈利：19 年再创新高，20 年预期稳健

2019 年量价提升，全年盈利再创新高。自 2011 年水泥行业经历价格和盈利高点之后，水泥价格和产量增速一路下跌，直到 2016 年才开始快速回升，水泥销量和价格的上涨推动行业利润总额创新高。根据工信部和数字水泥网的统计，2019 年水泥行业规模以上企业主营业务收入 1.01 万亿元，同比增长 12.5%；实现利润总额 1867 亿元，同比增长 19.6%，水泥行业收入和利润总额再创新高。

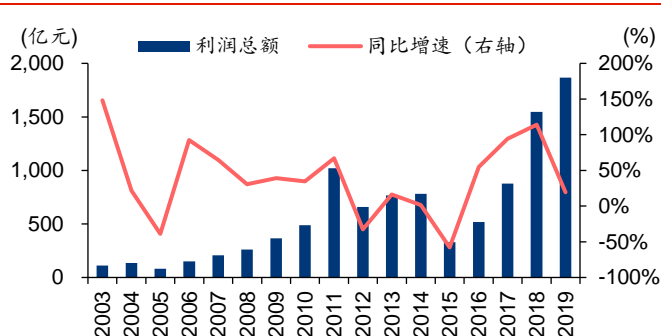
图表39： 水泥行业营收趋于稳定



注：收入绝对值与同比增长并不完全一致，系每年规模以上企业样本变动导致。

资料来源：中国水泥行业协会、华泰证券研究所

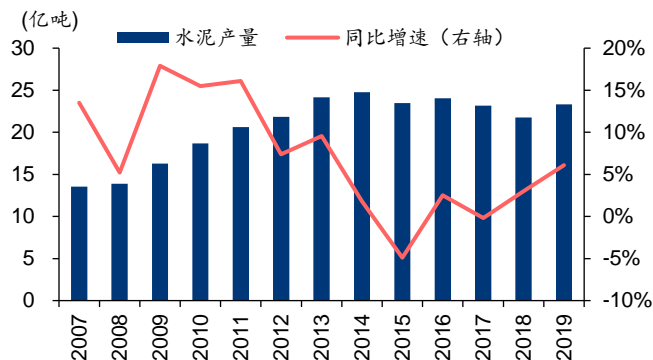
图表40： 水泥行业利润总额再创新高



资料来源：中国水泥行业协会、华泰证券研究所



图表41: 2007-2019 年水泥产量及同比增速



资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

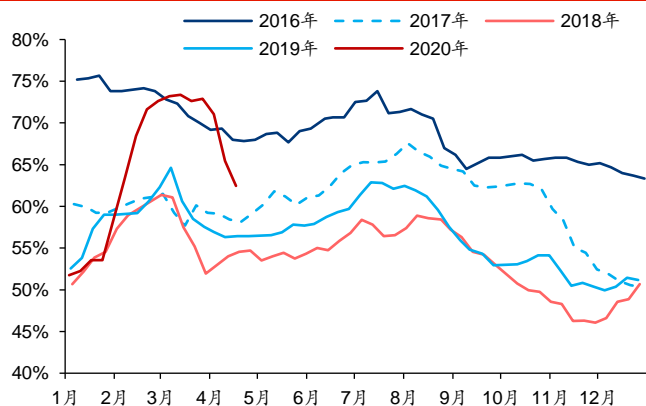
图表42: 2008-2020 年 4 月 17 日 PO42.5 高标散装水泥价格



资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

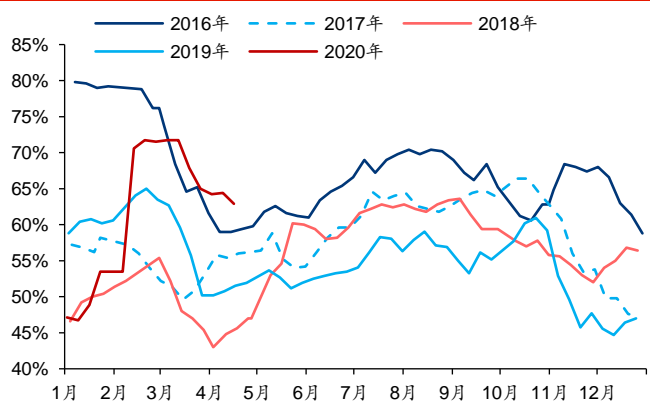
疫情导致 Q1 垒库较高, 4 月初赶工需求初现, 水泥加速去库。受新冠肺炎疫情的影响, 下游需求启动迟滞, 2020 年一季度水泥和熟料库存向 2016 年高点靠拢, 根据数字水泥网, 3 月末全国水泥库容比 73%, 同比高 15pct; 熟料库容比 65%, 同比高 15pct。4 月以来, 赶工需求逐渐释放, 水泥开始加速去库, 截至 4 月 20 日, 水泥库容比较 3 月底下降 11pct 达 62%, 地产需求补位推动华东、华南水泥出货恢复至正常水平, 北方地区企业出货恢复至 4-9 成不等, 全国平均水泥出货率已恢复至 87%, 近期江浙、甘青地区涨价明显, 短期预计西北地区晴天多、低库位叠加需求恢复快, 有望维持较好价格趋势。

图表43: 水泥库容比



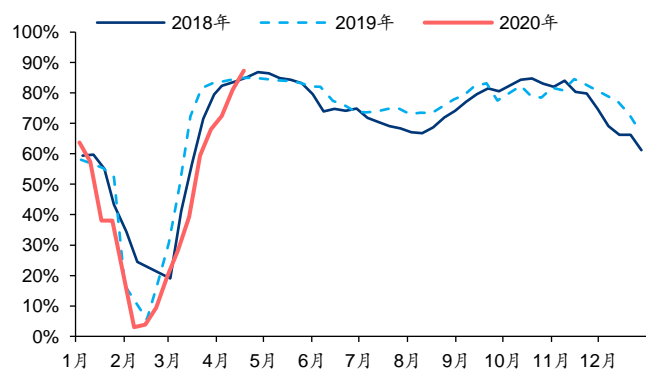
资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

图表44: 熟料库容比



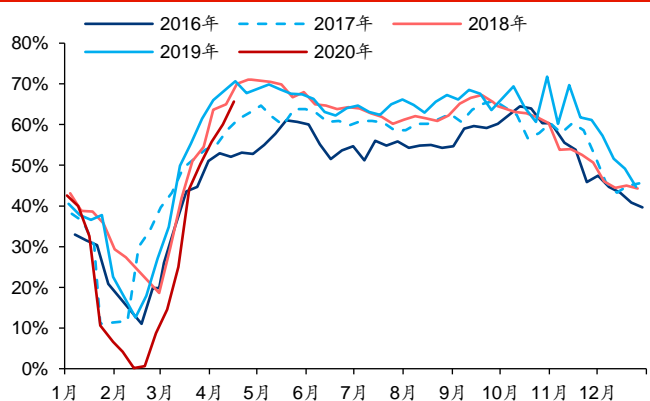
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表45: 水泥出货率



资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

图表46: 磨机开工率



资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

疫情影响短期经营，全年盈利有望受益基建投资加码。2008-2019 年，1-3 月水泥/熟料累计产量占全年比重为 18%/20%；2009-2018 年，Q1 收入占全年比重在 15% 以上的主要是华东南上市企业，包括海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、福建水泥和塔牌集团。今年 1 月由于春节较去年早 11 天，1 月水泥正常生产，剔除春节因素预计与去年 1 月相当。华新水泥地处疫情重地武汉，预计 20Q1 受影响较大。在财政+货币双发力背景下，预计 Q2 基建景气度将明显提升，轨交、水利等方向预计投资景气度较高，全年来看，我们认为基建景气度较高，因此我们预计疫情对水泥全年产量影响较小，水泥企业全年经营预计稳健。

图表47：主要水泥上市企业 Q1 营业收入占全年收入比重

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
海螺水泥	21%	18%	19%	19%	18%	21%	22%	19%	18%	15%	19%
华新水泥	19%	15%	16%	19%	17%	19%	21%	18%	19%	16%	19%
上峰水泥						25%	25%	12%	17%	16%	15%
万年青	16%	15%	20%	19%	18%	19%	22%	18%	16%	17%	16%
福建水泥	20%	19%	20%	21%	17%	19%	24%	16%	19%	17%	19%
塔牌集团	21%	20%	20%	20%	21%	20%	23%	17%	20%	18%	20%
冀东水泥	9%	11%	14%	13%	10%	14%	14%	12%	12%	6%	15%
天山股份	10%	8%	8%	9%	7%	10%	10%	8%	8%	9%	10%
祁连山	18%	18%	16%	11%	10%	12%	9%	8%	10%	8%	9%
宁夏建材	8%	4%	8%	9%	9%	10%	8%	7%	12%	8%	10%
青松建化	11%	9%	8%	7%	6%	7%	7%	6%	5%	4%	6%

注：上峰水泥 2013 年重组上市，2013Q1 及之前非水泥业务；主要个股信息如下：海螺水泥（600585.SH，买入，60.30~73.70 元）；上峰水泥（000672.SZ，买入，26.08~32.60 元）；万年青（000789.SZ，增持，16.40~18.45 元）；塔牌集团（002233.SZ，增持，14.91~15.90 元）；冀东水泥（000401.SZ，买入，22.32~24.80 元）；天山股份（000877.SZ，买入，13.44~16.80 元）；祁连山（600720.SH，买入，15.84~19.36 元）；宁夏建材（600449.SH，增持，16.00~18.00 元）；青松建化（600425.SH，未评级）；

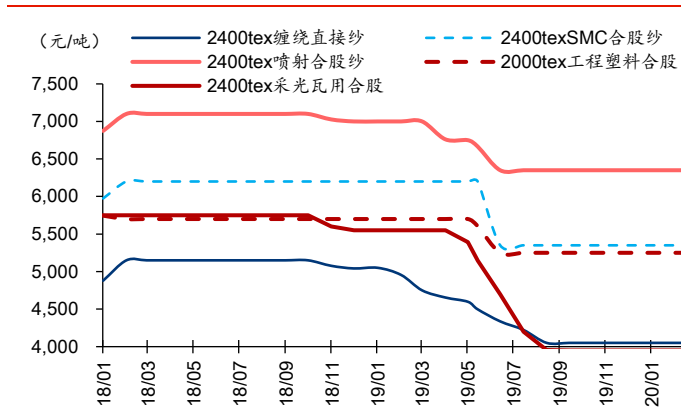
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 玻纤：20 年有望迎来供需再平衡

### 2019 年 10 月以来价格企稳，预计 2020 年进入供需再平衡

国内下游企业复工延迟，2020 年 2-3 月库存承压，3 月底库存开始消化，粗纱价格仍在底部保持稳定。19Q3 玻纤价格加速探底，10 月以来基本稳定，20 年初受疫情影响，下游企业复工延迟，导致玻纤厂家 2-3 月池窑库存继续增加，主要厂家库存增加约半个月左右。随着国内疫情形势逐渐好转，截至 3 月底，下游需求已恢复至 8 成左右，厂家库存已经开始消化。虽然疫情导致需求恢复受阻，但是因目前粗纱价格由于消化 18 年新增产能还处于底部，且疫情结束后需求恢复预期乐观，年初各玻纤企业已通过推迟点火或关停产能收缩供给，价格并未出现进一步大幅下滑，我们认为粗纱长周期景气低谷基本确认。

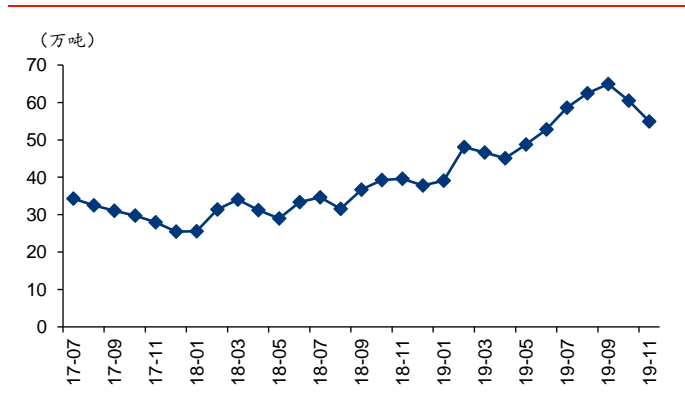
图表48：中国巨石玻纤产品报价



注：中国巨石（600176.SH，买入，9.18~10.26 元）；

资料来源：卓创资讯、华泰证券研究所测算

图表49：重点企业库存变化



资料来源：卓创资讯、华泰证券研究所测算

20 年年初疫情导致部分企业推迟点火，全年供给端预计进一步收缩。根据我们统计，19 年行业新点火产能约 24.4 万吨（其中国内 14.8 万吨，海外 9.6 万吨），19Q4 巨石成都及泰山玻纤老厂区合计已关闭 16.5 万吨产能，20 年预计新点火产能 60 万吨，巨石成都剩下两条线合计 14 万吨产能已在 20 年 2 月初提前关停，巨石成都 2 条智能制造新线 12 万吨和 13 万吨产能原计划在 20Q2-Q3 完成投放，目前来看投产时间或将推迟一个季度，20 年上半年行业基本无新增产能计划。另外原计划于 20Q4-21Q1 投放的产能也可能会推迟至 21 年上半年点火，整体来看，20 年供给端将进一步收缩。

图表50：我国玻纤生产企业 19、20 年新增生产线

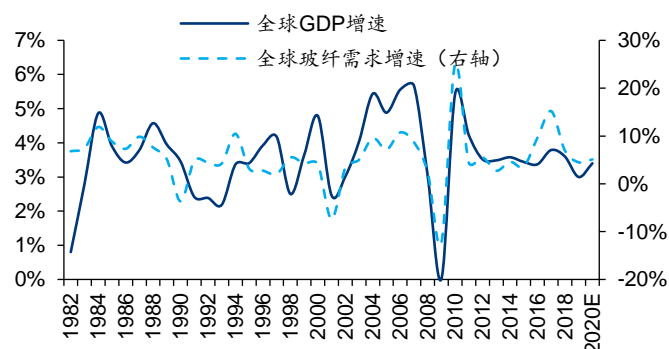
大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能 (万吨)	品种	备注
<b>19 年新增生产线</b>							
华中	河南	林州光远	林州	5G 用高性能低介电电子纱	0.3	高性能电子纱	2019 年 10 月 16 日点火
西南	重庆	重庆国际	长寿	F11 线	11	风电纱	2019 年 3 月份点火
华东	安徽	台嘉蚌埠	蚌埠	1 线	3.5	电子纱	2019 年 5 月份点火
美国	南卡罗来纳州	中国巨石	美国	1 线	9.6		2019 年 5 月 18 日点火， 实际产能扩建到 9.6 万吨/年
<b>19 年减少生产线</b>							
华东	山东	泰山玻纤	老厂区	9 线	4	无碱粗纱	2019 年 11 月上旬停产
华东	山东	泰山玻纤	老厂区	2 线	3.5	无碱粗纱	2019 年 11 月上旬停产
西南	四川	中国巨石	成都	3 线	9	无碱粗纱	2019 年 11 月停产
<b>20 年预计新增生产线（预计将推迟点火）</b>							
西南	四川	中国巨石	成都	1 线	12	无碱粗纱	预计 2020Q3 点火
西南	四川	中国巨石	成都	2 线	13	无碱粗纱	预计 2020Q4 点火
华东	浙江	中国巨石	桐乡	智能制造项目二期	15	无碱粗纱	预计 2020Q4 点火
华东	山东	泰山玻纤	泰安	7 线	10	无碱粗纱	预计 2020Q4 或 2021Q1 点火
华北	河北	邢台金牛	邢台	3 线	10	无碱粗纱	预计 2020Q4 或 2021Q1 点火
<b>20 年预计关停生产线</b>							
西南	四川	中国巨石	成都	老厂 1 线	6	耐碱纱	2020.2 已关停
西南	四川	中国巨石	成都	老厂 2 线	8	无碱粗纱	2020.2 已关停
华东	山东	泰山玻纤	泰安	老厂 1 线	2	无碱粗纱	2020Q3 关停
华北	河北	邢台金牛	邢台	1 线	4	无碱粗纱	2020Q4 或 2021Q1 关停

注：中国巨石（600176.SH，买入，9.18~10.26 元），其余表格中提到的公司均未上市；

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

2019 年出口承压，内需稳定支撑玻纤市场，20 年有望迎来供需再平衡。2019 年我国玻纤及制品出口量为 154 万吨，占产量的比重为 29%，受中外贸易摩擦的影响，我国对外出口增速出现较大幅度的波动，玻纤出口量同比下降 3%。2020 年 3 月海外疫情开始逐步蔓延，目前尚未出现拐点，我们认为出口放缓的影响预计在 Q2 开始逐步体现。相比之下，国内需求更加稳定，Q2 国内需求预计将明显恢复，全年来看，风电/电子行业高景气，Q2 起建筑建材/交通/工业景气度有望回升，全年有望有 40-50 万吨的需求增量，而 2020 年净新增产能预计约 40 万吨，因此我们认为 2020 年内玻纤行业将进入供需再平衡。

图表51：1982-2020E 全球 GDP 增速及玻纤需求增速



资料来源：IMF、OC 报告、华泰证券研究所

图表52：2010 至 2019 年我国玻纤出口量及增速



资料来源：卓创资讯、华泰证券研究所

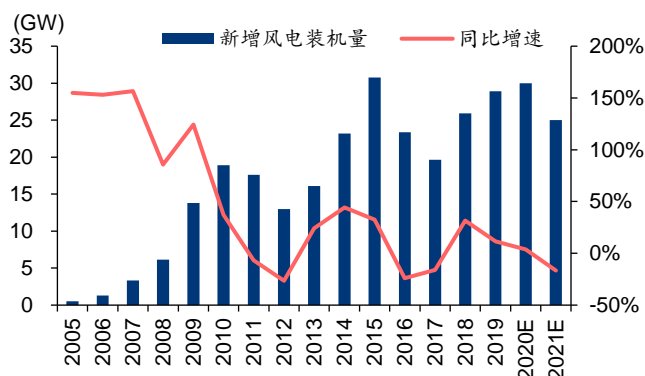
图表53: 2010至2019年我国玻纤及制品产量和表观消费量增加

玻璃纤维及制品	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
产量	256	279	288	285	308	323	362	408	468	527
增速%		9.0%	3.2%	-1.0%	8.1%	4.9%	12.1%	12.7%	14.7%	12.5%
进口数量	26	21	20	23	25	23	19	20	19	16
出口数量	121	122	121	119	129	125	131	145	163	154
净出口	95	101	101	96	105	102	112	125	144	138
表观消费量(含库存)	161	178	187	189	203	221	250	283	328	389
增速%		10.8%	5.3%	1.0%	7.5%	8.8%	13.0%	13.2%	15.9%	18.5%

资料来源: Wind、中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

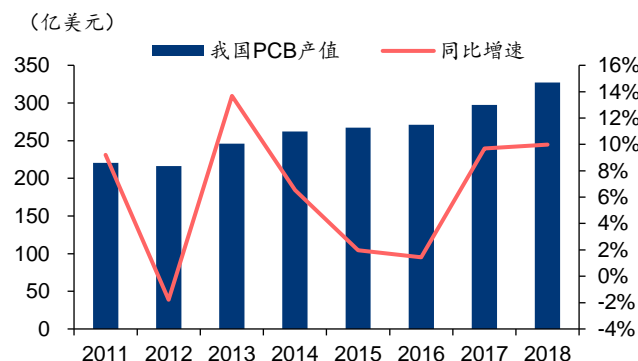
我们预计 20 年风电行业抢装潮将延续, 电子需求旺盛, 风电纱/电子纱需求高景气。20 年是陆上风电补贴退出的最后一年, 虽然疫情带来的物流、施工、安装等会影响 20 年 Q1 风电产业链交付量, 预计疫情过后仍会出现抢装潮, 根据华泰电新组 2 月 3 日报告《春季开工或受影响, 成长趋势不变》, 2020 年吊装 30GW 以上, 2021 年吊装量仍超过 25GW。预计在风电叶片新增+存量装机容量支撑下, 风电纱需求将保持稳步增长。同时, 随着 5G 商用时代的来临, 预计 20 年基站等网络基础设施建设将加速推进, 而 5G 通信设备对通信材料的要求更高、需求量也将更大, 因此通信 PCB 未来将有较大的市场, 看好 20 年电子领域玻纤纱需求高景气。

图表54: 2005-2020E 年新增风电装机容量



资料来源: 国家能源局、华泰证券研究所

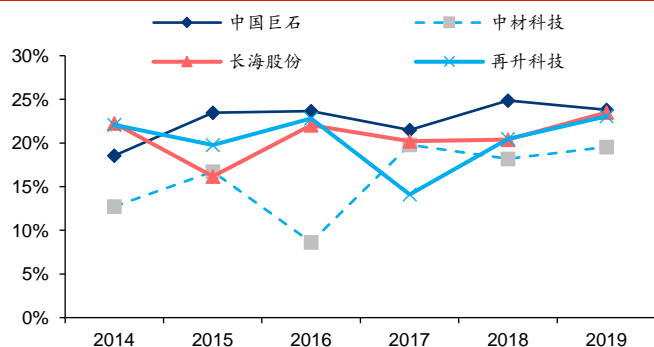
图表55: 2010至2018年我国 PCB 产值及同比增速



资料来源: Prismark、华泰证券研究所

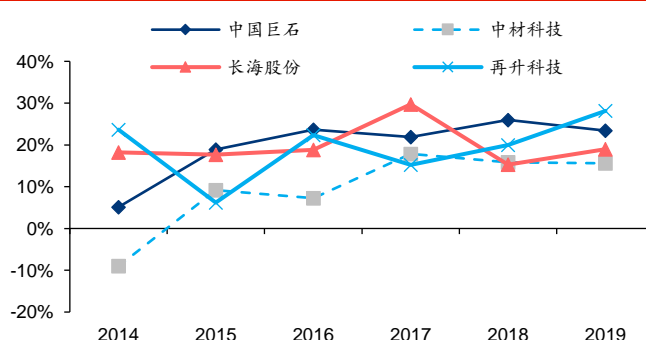
从当前疫情角度看, 玻纤企业收入季节性相对较弱, 一季度为相对淡季, 收入占比平均约为 20%, 我们预计 Q2 将以消化库存为主。疫情期间发改委及部分地方政府公告阶段性降低工业用气价格 10%, 玻纤生产企业的能源成本主要以用电和天然气成本为主, 能源成本占生产成本比重约三分之一, 根据我们测算, 2018 中国巨石单吨天然气成本约 336 元, 预计 20 年 Q1 燃气成本有望降低。我们预计疫情对玻纤全年需求影响甚微, 后期工厂可能加速赶工, 整体需求依旧向好, 我们预计 Q2 将以消化库存为主。

图表56: 重点玻纤企业 Q1 收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表57: 重点玻纤企业历年 Q1 利润占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



### 估值尚处底部，关注海外疫情拐点

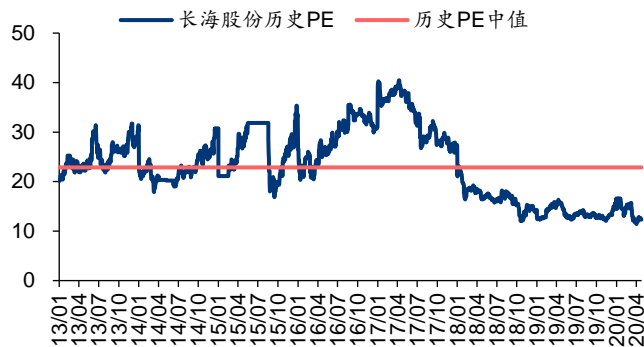
玻纤行业仍处于周期底部，出口担忧压制估值。从大的周期来看，2009-2013 年玻纤景气度相对较低，2014-2018 年上半年是高景气周期，而 2018Q4 开始逐步进入新一轮下行周期，目前粗纱长周期景气低谷基本确认，玻纤行业估值位于中值偏下，系出口担忧压制估值，待海外疫情拐点出现时或迎来估值提升。

图表58：中国巨石历史 PE.TTM



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表59：长海股份历史 PE.TTM



注：长海股份（300196.SZ，买入，10.40~12.00 元）；

资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 光伏玻璃：2020 年供给缺口扩大，价格有望维持上行趋势

#### 在产产能温和扩张，供给端压力有限

供应端考虑新产能投产、老产线冷修/复产，2020 年在产产能有所增加，行业供给维持温和扩张趋势。新增产能方面：2020、2021 年潜在新增产能包括信义（0868.HK，未评级）在北海新建的两条 1000 吨产线、在安徽新建的两条 1000 吨产线，有望分别于 2020 年 Q1、Q2、H2、H2 投产、在芜湖冷修复产的两条共计 1100 吨产线（计划 2019H2 复产）；福莱特（601865.SH，买入，13.11~14.25 元）在越南的两条 1000 吨产能（计划 2020 年投产）、在凤阳的两条 1200 吨产能（计划 2021 年投产）。新福兴（未上市）在北海的两条 1100 吨产线已于 2019 年 10 月开工，有望于 2021 年初投产。假设上述计划于 2020H1 投产的产线经过产能爬坡后于 2020 年 6 月达产；计划于 2020H2 投产、复产的产线于 2020 年 9 月达产；预计福莱特的越南、凤阳产线建设周期为一年，点火后两个月达产。信义、福莱特、新福兴等企业今年（拟）投产的光伏玻璃产能情况如下：

图表60：国内企业 20 年（拟）投产光伏玻璃产能

企业	产地	项目性质	新建产能	项目启动时间	投产时间
信义	北海	新建	1000		预计 2020Q1
		新建	1000		预计 2020Q2
	安徽	新建	1000		预计 2020H2
		新建	1000		预计 2020H2
	芜湖	冷修复产	500		2019/9
福莱特	越南	冷修复产	600		预计 2019H2
		新建	1000		预计 2020 年
	嘉兴	新建	1000		预计 2020 年
		冷修复产	300	2019/1	预计 2019H2
	凤阳	冷修复产	300	2019/2	预计 2019H2
新福兴	北海	新建	1000		2019/4
		新建	1200		预计 2021 年
	北海	新建	1200		预计 2021 年
		新建	1100	2019/10	预计 2021 年初
	蚌埠	新建	1100	2019/10	预计 2021 年初
中航三鑫	蚌埠	冷修复产	650	2018/7	2019/3
中建材	桐城	冷修复产	320	2019/2	2019/6
安彩高科	安阳	新建	900	2018/8	2019/7
巨强	湖南	新建	150		2019/10

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

### 2020 年光伏玻璃存供给缺口，推动光伏玻璃价格回升

我们预计 2020、2021 年光伏玻璃供需关系将显著改善，供给缺口分别为 117.30、241.66 万吨，供需关系的显著改善有望推动光伏玻璃价格强势回升。供应方面：我们预计 2020、2021 年全球光伏玻璃总产量分别为 634.76、729.97 万吨。需求方面：根据 2019 年 5 月 31 日报告《光伏玻璃景气度回升，平价上网重塑行业生态》，假设 2020、2021 年全球新增光伏装机分别达到 150、180GW，双玻组件渗透率由 2018 年的 10% 分别提升至 30、48%，双玻组件功率为 315 W，单玻组件功率为 300 W，则 2020、2021 年光伏玻璃需求分别为 752.06、971.63 万吨，供给缺口分别为 117.30、241.66 万吨。因此我们认为未来两年光伏玻璃存在较大供给缺口，支撑光伏玻璃行业高景气。

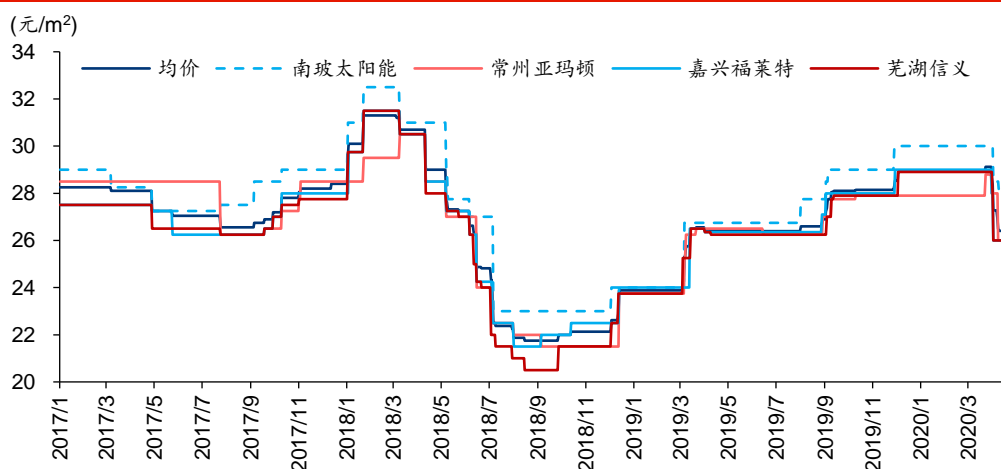
图表61： 全球光伏玻璃原片需求增速预算

	单位	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
双玻渗透率	%	3.85	6.6	10	20	30	48
装机量	GW	75	99	104	120	150	180
单玻组件	装机量	GW	72.11	92.47	96.00	105.00	93.60
	光伏玻璃单位需求量	万吨/GW	4.37	4.37	4.37	4.37	4.37
	光伏玻璃累计需求量	万吨	315.37	404.38	409.34	419.84	409.34
双玻组件	装机量	GW	2.89	6.53	10.40	24.00	45.00
	光伏玻璃单位需求量	万吨/GW	6.51	6.51	6.51	6.51	6.51
	光伏玻璃累计需求量	万吨	18.79	42.52	67.68	156.19	292.86
合计光伏玻璃需求量	万吨	334.16	446.91	477.03	576.03	752.06	971.63
同比增长	%		33.74%	6.74%	20.75%	30.56%	29.20%
光伏玻璃供给量	万吨	431.60	457.00	510.06	551.96	634.76	729.97
同比增长	%		5.89%	11.61%	8.22%	15.00%	15.00%
供给缺口	万吨	97.44	10.09	33.03	-24.07	-117.30	-241.66

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

预计 2020 年光伏玻璃仍将供不应求，19 年价格的强势表现有望延续。光伏玻璃价格自 18 年 3 月起走弱，Q4 初期开始反弹，年底前涨幅加大。19 年光伏玻璃在下游淡季的 1 月份实现大幅提价，并在 3 月、9 月、11 月三次提价，截至 2020 年 4 月 23 日我国 3.2mm 镀膜光伏玻璃出厂均价达 26.4 元/平方米。我们判断 2020 全年光伏玻璃价格趋势大概率向上。

图表62： 2017-2020 年 4 月 3.2mm 光伏镀膜玻璃出厂价走势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

## 投资建议

### 建筑：继续推荐基建设计/钢结构龙头

稳增长背景下基建全年增速有望达 13%，交通/市政/环保有望较快增长。假设实际 GDP 全年增速 3% 情况下，我们预计全年基建投资增速有望达 13% 左右。年初地方两会中，17 个公布固投目标省份 20 年固投合计目标增速 8%，我们认为疫情后地方投资意愿或增强，投资拉动力量有望由地产转向基建。2019 年交通水利、市政合计占广义基建 77%，预计 20 年公铁空投资增速均有望超 12%。环保/轨交占比小但政策支持力度高，预计 20 年投资增速或达 40% 和 30%。近期轨交支持政策频繁出台，预计轨交或是十四五成长性最好的基建细分板块之一。根据我们测算，19 年科教文卫类投资达 2.4 万亿元，卫生业固定资产投资 0.62 万亿元，同比增长 6.8%，教育业固定资产投资 1.4 万亿元，同比增长 17.7%，体育和科研投资分别对应投资额 0.18 万亿元和 0.24 万亿元，而二者对应一级行业固投在 2019 年的增速分别为 13.9% 和 17.9%，增速均高于传统基建增速，2020 年有望成为拉动投资的重要动力。

融资端：政府性基金及信贷发力有望助 2020 年基建资金来源增速达 16%。20 年的财政扩张和信用改善有望较大程度改善基建融资。我们预计 20 年基建资金来源增速有望达 16%，以支撑基建实现约 13% 增长和加大对工程企业清欠。预计预算内/政府性基金/贷款/PPP 贡献资金增量 0.08/2/0.59/0.11 万亿元，其中政府性基金增量主要来自于专项债，预计全年卖地收入下滑带动基金收入下行 5%。贷款增量主要来自于非金融企业中长期贷款。赤字率提升有望助预算内基建投资稳中略升，城投债净融资额或相对稳定。我们预计 2020 年基建资金来源潜在风险点主要在于非标压降的力度及卖地收入的降幅，城投债和 PPP 提供的资金增量有望超预期。

短期弹性角度继续推荐基建设计龙头，关注基建央企在政策催化下的估值修复机会，中长期逻辑角度继续推荐钢结构龙头，低估值角度关注房建装饰龙头。1) 基建设计龙头短期有望受益于逆周期调节预期增强，3 月订单或已呈现回暖迹象，推荐苏交科、中设集团，央企龙头订单及收入确认同样有望受益基建发力，但利润弹性或有限，关注估值修复机会，推荐中国铁建、中国交建等；2) 当前混凝土结构相对于钢结构的成本优势已逐步收窄，钢结构渗透率未来有望持续提升，推荐 20-22 年有望迎来产量及吨净利双增的钢结构加工龙头鸿路钢构，同时推荐精工钢构；3) 房企融资若改善，装饰龙头收款亦有望改善，推荐金螳螂。

图表 63：建筑重点推荐个股估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	目标价 (元)	评级	EPS (元)			PE (X)		
						2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300284.SZ	苏交科	86.36	8.89	11.05-11.90	买入	0.74	0.85	1.05	12.01	10.46	8.47
603018.SH	中设集团	63.76	13.73	16.08-17.42	买入	1.12	1.34	1.62	12.26	10.25	8.48
601186.SH	中国铁建	1328.08	9.78	10.78-12.32	买入	1.40	1.54	1.71	6.99	6.35	5.72
601800.SH	中国交建	1303.68	8.06	8.75-10.00	增持	1.16	1.25	1.37	6.95	6.45	5.88
002541.SZ	鸿路钢构	86.41	16.50	20.91-23.37	买入	1.07	1.23	1.57	15.42	13.41	10.51
600496.SH	精工钢构	63.00	3.48	4.64-4.93	买入	0.22	0.29	0.35	15.82	12.00	9.94
002081.SZ	金螳螂	216.36	8.06	10.20-12.24	买入	0.88	1.02	1.16	9.16	7.90	6.95

注：20/21 年 EPS 为华泰证券研究所预测；表中股价及市值为截至 2020 年 04 月 30 日收盘；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

1) 苏交科：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 11.8xPE（万得一致预期），考虑到公司综合检测、环境、智能交通等新业务有望取得较快增长，报表质量有望继续改善，给予公司 20 年 13-14xPE，目标价 11.05-11.90 元，维持“买入”评级。风险提示：订单回暖不及预期，疫情对国内外经营影响超预期。

2) 中设集团：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 11.3xPE（万得一致预期），考虑到土地审批权限有望推动基建项目审批速度增加，利好公司新签订单以及前期已完工未确认收入业务的结算，给予公司 20 年 12-13xPE，目标价 16.08-17.42 元，维持“买入”评级。风险提示：存货同比增速下降影响收入增速，EPC/PPP 项目回款不及预期。

- 3) 中国铁建：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 6.3xPE（万得一致预期），考虑到公司受益逆周期调节程度在可比公司中较高，认可给予 20 年 7-8xPE，目标价 10.78-12.32 元，维持“买入”评级。风险提示：基建投资增速不及预期，疫情对公司业务影响超预期。
- 4) 中国交建：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 6.9xPE（万得一致预期），考虑到公司资产质量及主业盈利能力好于同行，认可给予 20 年 7-8xPE，目标价 8.75-10.00 元，维持“增持”评级。风险提示：少数股东权益对利润影响超预期，疫情对公司业务影响超预期。
- 5) 鸿路钢构：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 17.7xPE（万得一致预期），考虑到公司商业模式具备独特性，订单周期较短且现金流较好，给予公司 20 年 17-19xPE，目标价 20.91-23.37 元，维持“买入”评级。风险提示：产能扩张进度不及预期，行业供给增加超预期。
- 6) 精工钢构：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 13.6xPE（万得一致预期），考虑行业景气度上行且 EPC 业务发展较快，给予公司 20 年 16-17xPE，目标价 4.64-4.93 元，维持“买入”评级。风险提示：技术授权业务拓展不及预期，在手订单执行不及预期。
- 7) 金螳螂：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 10xPE（万得一致预期），考虑到 20 年民生建筑需求有望保持高景气，公司在传统及装配式装饰领域的优势利于继续强化龙头地位，给予公司 20 年 10-12xPE，目标价 10.20-12.24 元，维持“买入”评级。风险提示：家装业务盈利恢复不及预期；公装下游景气度不及预期。

### 建材：继续推荐水泥/消费建材龙头

整体观点及核心推荐标的：

- 1) 消费建材：3 月房屋竣工面积同比下降 0.9%，呈现较快恢复，我们预计 Q2 地产施工竣工传导将呈加速，20 年地产竣工好转+集采/精装比例提升趋势不变，后期在建项目赶工+老旧小区改造有望加速，受益下游集中度提升+质量品牌升级，具备品牌+渠道+资金+服务+成本综合优势的龙头集中度将持续提升，推荐蒙娜丽莎（工程端受益于精装趋势+客户基础较好，藤县产能投产提升供应能力，20，21 利润增长较高）、永高股份（工程管材龙头，集采+基建驱动收入增长，公司治理积极变化，利润率有望进一步提升，短期成本弹性大，报表质量较高，2020 年 PE 估值较低）、东方雨虹，科顺股份（防水质量敏感性高，下游需求基建占比高+年内成本弹性最大+提标弹性可期，19 年雨虹和科顺市占率排名前三，业绩有望较快增长）、北新建材（石膏板龙头，成本护城河较强，看好市占率持续提升+产品结构升级，单平净利持续提升，20 年护面纸大概率持续走高，公司有望提价幅度超过成本涨幅，龙骨+防水等业务也带来其他增长）、亚士创能（建筑涂料保温龙头，随着公司全国产能布局完善，受益于涂料保温一体化趋势，利润有望维持快速增长）、伟星新材（家装管材龙头，虽然阶段性零售业务承压，但 2020 年 PE 估值在历史偏低位置，同时也在优化工程渠道+零售业务继续加强产品搭售，公司盈利质量高，高分红，长期资金建议布局）等；
- 2) 水泥：我们预计 2020 年全国水泥需求或增长 2.5%，动力主要来自基建投资的复苏和房地产投资的韧性，重点看好华东和华南区域，主要有望受益投资需求释放、较高的熟料产能利用率以及优良的市场竞争结构（前五企业市场份额高）。4 月以来，地产及基建需求补位推动华东、华南水泥出货恢复至正常水平。短期预计西北地区晴天多、低库位叠加需求恢复快，有望维持较好价格趋势，重点推荐海螺水泥、上峰水泥；
- 3) 玻纤：粗纱长周期景气低谷基本确认，20Q2 国内需求将有明显恢复，出口需求放缓的影响将在 Q2 开始逐步体现，同时预计 20Q4-21Q1 有较多产能集中投产，粗纱价格可能再次承压，2020 年 PE 估值处 2013 年以来低位，推荐长海股份和中国巨石；
- 4) 光伏玻璃：20 年供给缺口扩大，价格有望维持上行趋势，推荐福莱特。



图表 64： 建材重点推荐个股估值表

股票代码	公司简称	行业	市值 (亿元)	股价 (元)	目标价 (元)	评级	EPS (元)			PE (X)		
							2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002918.SZ	蒙娜丽莎	瓷砖	98	24.09	25.38-28.20	买入	1.07	1.41	1.78	22.5	17.1	13.5
002641.SZ	永高股份	管材	76	6.80	8.40-10.08	买入	0.46	0.56	0.66	14.8	12.1	10.3
002271.SZ	东方雨虹	防水	607	38.64	40.92-46.50	买入	1.32	1.86	2.10	29.3	20.8	18.4
300737.SZ	科顺股份	防水	120	19.81	22.20-24.42	增持	0.60	1.11	1.15	33.0	17.8	17.2
000786.SZ	北新建材	石膏板	431	25.53	26.64-29.60	买入	0.26	1.48	1.69	98.2	17.3	15.1
603378.SH	亚士创能	涂料	63	32.29	35.28-37.36	买入	0.59	1.04	1.66	55.1	31.1	19.4
002372.SZ	伟星新材	管材	192	12.20	13.00-14.30	买入	0.63	0.65	0.70	19.5	18.7	17.4
600585.SH	海螺水泥	水泥	3,177	59.96	60.30-73.70	买入	6.34	6.70	6.96	9.5	8.9	8.6
000672.SZ	上峰水泥	水泥	207	25.49	26.08-32.60	买入	2.87	3.26	3.68	8.9	7.8	6.9
601865.SH	福莱特	玻璃	251	12.87	13.11-14.25	买入	0.37	0.57	0.80	34.8	22.6	16.1
600176.SH	中国巨石	玻纤	308	8.80	9.18-10.26	买入	0.61	0.54	0.70	14.4	16.3	12.6
300196.SZ	长海股份	玻纤	43	10.32	10.40-12.00	买入	0.70	0.80	0.95	14.7	12.9	10.9

注：19 年均为实际值，表中股价及市值为截至 2020 年 04 月 30 日收盘，20/21 年 EPS 为华泰证券研究所预测；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

- 1) 蒙娜丽莎：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 14xPE（万得一致预期），考虑公司新产能投放有望带动收入快速扩张，且持续维持高毛利率/净利率，给予公司 20 年 18-20xPE，目标价 25.38-28.20 元，维持“买入”评级。风险提示：公司滕县投产不及预期或对公司供给产生影响，行业竞争进一步加剧或导致公司盈利能力下降。
- 2) 永高股份：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 17xPE（万得一致预期），给予公司 20 年 15-18xPE，目标价 8.40-10.08 元，维持“买入”评级。风险提示：公司产能利用率提升可能不及预期；原材料价格上涨可能超预期，会提高公司生产成本；海外疫情扩散，会对公司出口产生影响。
- 3) 东方雨虹：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 23xPE（万得一致预期），给予公司 20 年 22-25xPE，目标价 40.92-46.50 元，维持“买入”评级。风险提示：房地产新开工低于预期，或对下游需求产生影响；油价及沥青价格大幅反弹，或使得公司生产成本增加。
- 4) 科顺股份：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 21.8xPE，给予公司 20 年 20-22x PE（万得一致预期），目标价 22.20-24.42，维持“增持”评级。风险提示：房地产新开工低于预期，或对下游需求产生影响；油价及沥青价格大幅反弹，或使得公司生产成本增加。
- 5) 北新建材：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 18xPE（万得一致预期），给予公司 20 年 18-20xPE，目标价 26.64-29.60 元，维持“买入”评级。风险提示：商业地产装修需求大幅下滑；公司防水业务整合效益或不及预期。
- 6) 亚士创能：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 36xPE（万得一致预期），给予公司 20 年 34-36xPE，目标价 35.28-37.36 元，维持“买入”评级。风险提示：房地产竣工改善不及预期，影响下游需求；行业竞争格局恶化导致价格下跌或者账期变长；原材料价格大幅上涨导致公司生产成本提高。
- 7) 伟星新材：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 21.9xPE（万得一致预期），给予公司 20 年 20-22xPE，目标价 13.00-14.30 元，维持“买入”评级。风险提示：精装渗透率提升过快，公司 C 端需求受挤压；防水等新业务扩张不及预期等。
- 8) 海螺水泥：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 7.4xPE（万得一致预期），考虑到 20 年政策端持续加码基建投资，且公司技术资源优势大，在手现金充裕且分红稳定，加大海外布局中长期发展可期，白马龙头价值凸显，给予公司 20 年 9-11xPE，目标价 60.3-73.7 元，维持“买入”评级。风险提示：地产新开工大幅快速下滑，影响下游需求；水泥价格大幅度下行。
- 9) 上峰水泥：采用可比公司估值法，参考可比公司 20 年平均 8xPE（万得一致预期），考虑公司区位优势和发展布局，给予公司 20 年 8-10xPE，目标价 26.08-32.60 元，维持“买入”评级。风险提示：疫情后新产能投产进度低于预期；华东西北水泥价格大幅回落；骨料环保新业务拓展低于预期。

10) 福莱特: 采用可比公司估值法, 参考可比公司 20 年平均 23xPE (万得一致预期), 给予公司 20 年 23-25xPE, 对应目标价 13.11-14.25 元, 维持“买入”评级。风险提示: 海外疫情导致光伏电站装机不及预期; 公司产能投放进度慢于预期。

11) 中国巨石: 采用可比公司估值法, 参考可比公司 20 年平均 18.6xPE (万得一致预期), 给予公司 20 年 17-19xPE, 对应目标价 9.18-10.26 元, 维持“买入”评级。风险提示: 全球经济下滑影响下游需求; 公司成本降幅不及预期。

12) 长海股份: 采用可比公司估值法, 参考可比公司 20 年平均 13.8xPE (万得一致预期), 给予公司 20 年 13-15xPE, 对应目标价 10.40-12.00 元, 维持“买入”评级。风险提示: 外需下滑超预期, 影响公司出口; 产能投放进度及产能利用率提升速度不及预期。

### 风险提示

**基建政策、融资环境改善不及预期:** 年初至今基建出台政策体现为鼓励与规范并重, 地方政府控杠杆与显/隐性债务核查未来或常态化, 资金仍然是制约基建投资能否回暖的重要因素。未来若基建投资融资环境改善不及预期, 则投资增速有可能继续下行, 相关企业业绩或受影响波动。

**地产投资超预期下行:** 目前房建订单占建筑业新签订单的比重维持在 60%以上, 房屋建筑仍是建筑业的重要组成部分, 如果 20 年地产投资超预期快速下行, 将影响建筑业新签订单整体增速和在手订单执行, 进而影响收入和净利润确认。

**宏观经济下滑超预期:** 水泥、玻璃等周期性行业受宏观经济影响较大, 若地产新开工、基建投资增速出现超预期下滑, 将严重影响水泥、玻璃的需求, 主要产品价格或出现下滑, 影响企业利润。

**原材料涨价超预期:** 建材行业中, 原材料占成本比重通常较大, 若原材料价格超预期上涨, 将压缩企业的利润空间。

**海外疫情不确定性:** 目前海外疫情拐点尚不明确, 疫情影响下外需下降, 或对出口占比较高的行业如玻纤等产生一定的影响。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，鲍荣富、张雪蓉、方晏荷、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、张雪蓉、方晏荷、王涛本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司