

2019年07月17日

看好

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

戴铭余 A0230118010003
daimy@swsresearch.com

联系人

戴铭余
(8621)23297818×7718
daimy@swsresearch.com

传统周期增速趋缓，建议把握房地产集采变革带来的中长期机会

——建材行业 2019 年中报前瞻

中报前瞻：

- **水泥板块：业绩弹性北强南弱，预计板块业绩同比增长 24%**。在申万宏源重点跟踪的 10 家水泥企业中，增长超过 100%的包括：祁连山（126%）；增长 50%-100%的包括：冀东水泥（59%）、华新水泥（51%）；增长 0%-50%的包括：四川双马（31%）、青松建化（45%）、福建水泥（20%）、海螺水泥（18%）、宁夏建材（16%）、塔牌集团（7%）、万年青（1%）。
- **玻璃板块：需求端延续低迷，预计板块业绩同比下滑 17%**。在申万宏源重点跟踪的 7 家玻璃企业中，同比增长的包括：耀皮玻璃（13%）、金刚玻璃（13%）、金晶科技（2%）；同比下滑的包括：南玻 A（-15%）、洛阳玻璃（-22%）、旗滨集团（-23%）；亏损的包括：亚玛顿。
- **消费建材：细分行业表现分化，预计板块业绩同比增长 4%**。在申万宏源重点跟踪的 6 家企业中，增长 50%-100%的包括：凯伦股份（70%）；增长 0%-50%的包括：帝欧家居（48%）、东方雨虹（38%）、科顺股份（29%）、伟星新材（15%）；同比下滑的包括：北新建材（-25%）。

投资策略：

- **水泥**：当前行业供需关系已进入弱波动区间，房地产下行和基建的逆周期调节共行会使区域间水泥企业的业绩有所分化，去年相对弱勢的华北、西北水泥企业在今年将呈现更大的业绩弹性。下半年，我们认为，房地产端，在其他融资受到抑制背景下，企业对预售制回款的依赖度将进一步增强，新开工增速或呈现超预期的韧性，对水泥的需求形成支撑；而基建端，作为此轮逆周期调节的主要抓手经济下行压力下存在进一步加码预期。我们建议从两个维度去选择标的：（1）估值提升：当前水泥行业或许正在酝酿一次历史级的估值切换，龙头企业集中度显著提高后行业生态已经入“纳什均衡”，弱化业绩波动的条件已渐夯实，后续估值水平有望逐渐向国际龙头靠拢，推荐**海螺水泥、华新水泥**；（2）业绩弹性：经济下行预期下基建作为逆周期调节的主要政策抓手后续力度值得期待，京津冀、西北等基建边际影响大，前期盈利基数较低的区域有望享受更大的业绩弹性，推荐**祁连山、冀东水泥**。
- **其他**：此次超长周期竣工与新开工面积背离的本质在于资金困局，腰部以下房企是病症所在，但改善遥遥无期。我们认为，这一轮竣工修复更大概率是一种漫长且温和的过程，且主要是由头部企业销售集中度逐年提高（后续竣工的面积中属于前 30-50 大的比例在逐步提高）带来的，而腰部以下的竣工改善仍需等待政策拐点。就投资机会而言，今年的竣工反弹更多的是结构性机会，绑定头部房企竣工逻辑的标的具备确定性机会，而绑定系统性竣工机会的标的则仍需耐心。我们更建议关注精装房普及趋势下对主要地产商采购模式的影响，集采模式下传统的零售式核心竞争力正被逐步淡化，能顺应集采趋势建立自身护城河的行业或成为此轮房地产变革下最受益的方向，推荐**帝欧家居、东方雨虹**。



申万宏源研究微信服务号

表 1: 建筑材料行业 2019 年中报业绩预测

股票代码	公司名称	2019 Q1		2019 Q2		2019 H1	
		净利润 (百万元)	同比	净利润 (百万元)	同比	净利润 (百万元)	同比
000401.SZ	冀东水泥	45	扭亏	1414	-6%	1459	59%
000789.SZ	万年青	218	-3%	300	4%	518	1%
000935.SZ	四川双马	166	69%	217	11%	383	31%
002233.SZ	塔牌集团	425	14%	500	2%	925	7%
600425.SH	青松建化	-73	减亏	169	15%	96	45%
600449.SH	宁夏建材	-55	减亏	220	-4%	165	16%
600585.SH	海螺水泥	6081	27%	9155	12%	15236	18%
600720.SH	祁连山	13	扭亏	483	35%	496	126%
600801.SH	华新水泥	1011	91%	2103	37%	3114	51%
600802.SH	福建水泥	72	-17%	198	43%	270	20%
	水泥板块	7903	52%	14759	13%	22662	24%
000012.SZ	南玻 A	132	-17%	168	-13%	300	-15%
002623.SZ	亚玛顿	-21	亏损	11	-2%	-10	亏损
300093.SZ	金刚玻璃	1	29%	13	12%	14	13%
600586.SH	金晶科技	62	3%	143	1%	205	2%
600819.SH	耀皮玻璃	34	21%	35	5%	69	13%
600876.SH	洛阳玻璃	2	-51%	15	-15%	17	-22%
601636.SH	旗滨集团	210	-35%	295	-11%	505	-23%
	玻璃板块	420	-28%	681	-8%	1100	-17%
000786.SZ	北新建材	328	-33%	640	-21%	968	-25%
002271.SZ	东方雨虹	127	29%	728	40%	855	38%
002372.SZ	伟星新材	130	21%	315	13%	445	15%
002798.SZ	帝欧家居	66	49%	167	48%	233	48%
300715.SZ	凯伦股份	17	66%	26	73%	43	70%
300737.SZ	科顺股份	42	83%	125	17%	167	29%
	其他建材	710	-8%	2001	9%	2711	4%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

2: 建筑材料重点公司估值表

股票代码	公司名称	股价	EPS					PE			
			2019/7/16	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000401.SZ	冀东水泥	18.38	1.1	2.71	2.96	3.15	16.7	6.8	6.2	5.8	
000786.SZ	北新建材	18.38	1.46	1.40	1.45	1.50	12.6	13.1	12.7	12.3	
002271.SZ	东方雨虹	22.45	1.01	1.44	1.79	2.17	22.2	15.6	12.5	10.3	
002372.SZ	伟星新材	16.69	0.75	0.73	0.84	0.96	22.3	22.9	19.9	17.4	
002798.SZ	帝欧家居	20.99	0.99	1.42	1.85	2.40	21.2	14.8	11.3	8.7	
600585.SH	海螺水泥	40.90	5.63	6.21	6.48	6.71	7.3	6.6	6.3	6.1	
600720.SH	祁连山	9.28	0.84	1.23	1.35	1.45	11.0	7.5	6.9	6.4	
600801.SH	华新水泥	20.52	3.46	3.13	3.29	3.49	5.9	6.6	6.2	5.9	
601636.SH	旗滨集团	3.84	0.45	0.43	0.45	0.47	8.5	8.9	8.5	8.2	

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。