



建材

2019.07.17

评级: **增持**

上次评级: 增持

从“旧改”万亿市场看受益建材品种

细分行业评级

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (分析师)
	0755-23976830	021-38674879
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

我们认为“旧改”大潮兴起,可能带来超过万亿的投资,建材品种受益主要集中在**水泥、防水材料、管材、石膏板及涂料**等方面。

摘要:

- **维持建材行业“增持”评级。**我们认为“旧改”的大潮兴起,或将带动上万亿的投资;而受益建材品种主要涉及电气、排水、道路改造及居民配套装修带来的建材需求,主要受益建材品种包括: 1) 防水材料,我们重点推荐龙头东方雨虹,其他受益科顺股份; 2) 管材,核心受益中国联塑,推荐伟星新材; 3) 水泥,我们重点推荐龙头海螺水泥、冀东水泥及华新水泥,港股我们重点推荐中国建材及华润水泥; 4) 涂料,推荐目前上市的C端稀缺品种三棵树; 5) 石膏板,推荐北新建材。
- **“旧改”或将接力“棚改”,落地时间更短成效或更显著。**2019年随着棚户区改造指标的“腰斩”,政府对于推动“旧改”的政策频出。我们可以看出政策方向已经将“旧改”做为一项承接地产基建投资的新举措,将有望拉动内需。同时“旧改”落地时间短,一般建设周期在半年内,比传统基建(1年左右)、地产(1年半左右)成效更快更显著。
- **旧改市场规模或超万亿,积极鼓励金融创新。**我们认为“旧改”主要针对小区基础设施及公共环境(包括电梯)进行改造;按照住建部数据全国老旧小区数量达17万个,涉及居民4200万户,建筑面积40亿平,我们估算整体市场规模可能超万亿。从目前“旧改”的资金来源看,仍主要来源于各地政府资金,后续政策鼓励创新投融资机制,并运用市场化方式吸引社会力量参与。
- **建材受益品种集中在改造端及住户二次装修。**我们认为旧改受益的建材品种,主要涉及电气、排水、道路改造及居民配套装修,我们测算“旧改”涉及建材市场规模约1800亿(包含电梯加装,市场规模可能达5000亿),主要受益建材为防水材料、管材、水泥;另外,如果按照30%比例估算住户同时进行二次装修,可能带来建材市场规模在约780亿,主要受益建材为管材、涂料、石膏板、防水材料。
- **风险提示:**“旧改”速度低于预期风险,财政资金支持力度低于预期风险。

相关报告

建材:《水泥中报预告超预期,继续推荐早周期》	2019.07.15
建材:《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全_20190713》	2019.07.14
建材:《推荐中报确定性高的早周期建材》	2019.07.07
建材:《变革中成长,之渠道“降维打击”》	2019.07.03
建材:《淡季错峰开启,推荐早周期建材》	2019.07.01

目 录

1. 投资要点.....	3
2. 旧改大潮兴起.....	4
2.1. “棚改”历史使命基本完成.....	4
2.2. 两会、三部委文件共提“旧改”.....	6
3. 旧改市场规模超万亿，积极探索金融创新.....	8
3.1. “旧改”的市场规模可能超万亿.....	9
3.2. 旧改要创新投融资机制，目前主要来自于各地财政.....	12
3.3. 受益建材品种.....	12
3.3.1. 老旧小区改造相关受益建材品种.....	12
3.3.2. 老旧小区配套二次装修受益建材品种.....	13
3.3.3. 受益建材公司.....	14
4. 风险提示.....	16

1. 投资要点

我们观察到 2019 年近期两会、三部委文件接连提出“旧改”，我们判断政策方向可能以推动“旧改”以承接完成历史使命的“棚改”，旧改大潮正在兴起，有望拉动万亿市场投资。

“旧改”或将接力“棚改”，落地时间更短成效或更显著。2019 年随着棚户区改造指标的“腰斩”，政府对于推动“旧改”的政策频出。我们可以看出政策方向已经将“旧改”做为一项承接地产基建投资的新举措，避免了“棚改”对于房价副作用，并且促进住户户内改造，将有望拉动内需。并且“旧改”落地时间短，一般建设周期在半年内，比传统基建（1 年左右）、地产（1 年半左右）成效更快更显著。

旧改市场规模或超万亿，积极鼓励金融创新。我们认为“旧改”主要针对小区的供排水、供电、供气、供暖、绿化、照明、围墙等基础设施及公共环境（包括电梯）进行改造；按照住建部数据全国老旧小区数量达 17 万个，涉及居民 4200 万户，建筑面积 40 亿平，我们估算整体市场规模可能超万亿。

“旧改”资金目前主要来源地方政府，积极鼓励金融创新。从目前“旧改”的资金来源看，仍主要来源于各地政府资金。今年 6 月的国务院常务会议要求老旧小区改造要创新投融资机制，即今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金，鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持，并运用市场化方式吸引社会力量参与。

建材受益品种集中在改造端及住户二次装修带来的需求。我们认为旧改受益的建材品种，主要涉及电气、排水、道路改造及居民配套装修，我们测算“旧改”涉及建材市场规模约 1800 亿（包含电梯加装，市场规模可能达 5000 亿），主要受益建材为防水材料、管材、水泥；另外，如果按照 30% 比例估算住户同时进行二次装修，可能带来建材市场规模在约 780 亿，主要受益建材为管材、涂料、石膏板、防水材料。

“旧改”主要受益建材品种包括：

- 1) 防水材料，我们重点推荐龙头东方雨虹，其他受益科顺股份；
- 2) 管材，核心受益中国联塑，我们推荐伟星新材；
- 3) 水泥，我们重点推荐龙头海螺水泥、冀东水泥及华新水泥，港股我们重点推荐中国建材及华润水泥；
- 4) 涂料，推荐目前上市的 C 端稀缺品种三棵树；
- 5) 石膏板，我们推荐北新建材

重点建材上市公司盈利预测、估值、评级

重点覆盖建材上市公司估值指标汇总									
证券简称		收盘价	总市值 (亿元)	PB	EPS		PE		评级
		2019/7/13	2019/7/13	对应最新 财报	2019E	2020E	2019E	2020E	
600585	海螺水泥	40.90	2167.41	1.97	6.32	6.76	6.47	6.05	增持

600801	华新水泥	20.52	430.22	2.69	2.58	2.76	7.95	7.42	增持
002233	塔牌集团	11.39	135.80	1.53	1.79	2.14	6.38	5.33	增持
000401	冀东水泥	18.38	247.67	1.83	2.09	2.57	8.78	7.16	增持
002271	东方雨虹	22.45	334.97	4.40	1.30	1.63	17.25	13.80	增持
000786	北新建材	18.38	310.53	2.12	1.70	1.87	10.81	9.84	增持
002372	伟星新材	16.69	262.55	8.75	0.72	0.82	23.23	20.27	增持
603737	三棵树	42.82	79.81	6.29	1.95	2.59	21.99	16.56	增持
03323.HK	中国建材	7.09	598.00	0.76	1.22	1.43	5.82	4.96	增持
01313.HK	华润水泥 股控	7.58	529.00	1.57	1.32	1.46	5.74	5.19	增持

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

注：港股港股中国建材、华润水泥控股的对标均为港元

2. 旧改大潮兴起

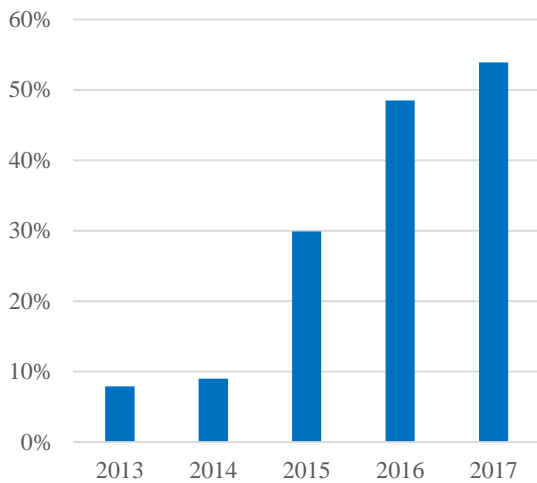
我们观察到 2019 年棚改计划“腰斩”，市场担忧会对地产投资及后续销售产生明显影响；与此同时，今年两会、三部委文件接连提出“旧改”，我们判断政策方向可能以推动“旧改”以承接完成历史使命的“棚改”，旧改大潮正在兴起。

2.1. “棚改”历史使命基本完成

棚户区，按照住建部定义是指房屋使用年限较长、基础设施简陋、使用功能不全的区域。包括城中村改造、国有工矿林区等改造。棚户改造的方式主要是实物化安置和货币化安置。2015 年之前，实物化安置使用得比较普遍。是以新建的安置房替换棚户区住房，让居民回迁对房价的影响较小。在货币化安置是指政府直接通过货币的形式补偿被拆迁棚户区居民，采用 PSL 创新工具，居民购买商品房的时开发商利润增加，商品房库存减少。

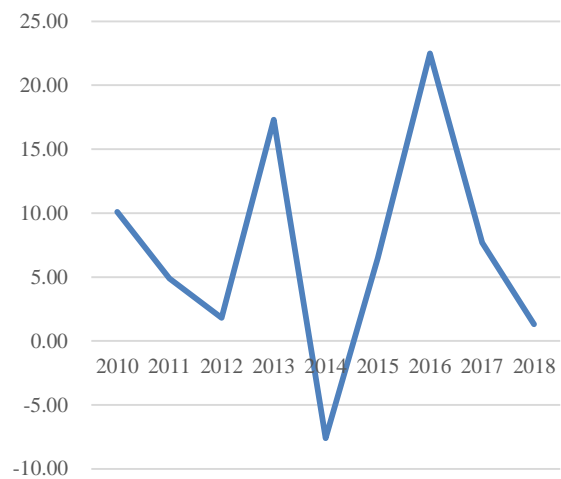
做为拉动我国房地产行业非常重要的政策，棚改概念首先自 2005 年辽宁试点后推广全国，经历 2009-2014 年的实物安置再到 2015 年以来的货币化安置。根据住建部的数据全国棚改货币化率从 2013 年的不足 10% 上升到 2017 年 53%，2018 年可能实际数据超过 60%，切实带动了地产销售的提升促进了库存的下降。

图 1 棚改货币化率逐年提升



数据来源：住建部，国泰君安证券研究

图 2 商品房销售面积增速 2013 年后明显抬升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

但是，需要正视的是棚改货币化 2013 年后，切实带来的全国房地产价格的大幅上涨，政府开始权衡棚改的得失。2018 年 6 月，财政部发布了《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》以此为转折点，政策态度对于棚改有了明显的转折：以中期财政规划为界，限定政府购买服务的期限不得超过三年。到 2019 年 4 月 15 日，财政部将 19 年棚改计划从预估的 450 万套下调到 285 万套，将近减少至 2018 年 580 万套的一半。我们认为或预示“棚改”的历史使命已经接近完成。

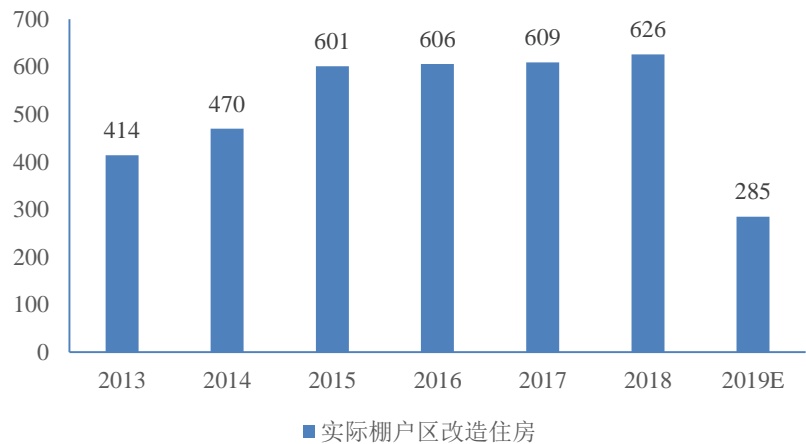
表 1: 棚改历史政策梳理

时间	会议文件	内容
2008 年 10 月	《扩大内需十项措施》	明确提出棚户区改造全面启动，加快建设保障性安居工程。
2013 年 7 月	《国务院关于加快棚户区改造的意见》	进一步加大棚户区改造力度。
2014 年 3 月	新城镇计划	提出工作目标，到“三个一亿人”2020 年将完成 3650 万户棚户区改造任务。
2015 年 6 月	《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的建议》	国务院颁布，积极推进棚改货币化安置，提出棚改三年计划，要求 2015-2017 年改造各类棚户区住房 1800 万套。
2016 年 3 月	《财政部住房城乡建设部关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》	要求推进棚户区改造货币化安置，切实化解库存商品房。
2016 年 4 月	国务院常务会议	要求国开行成立专门机构，实行单独核算，加大对棚改的支持力度。
2018 年 3 月	十三大一次会议	李克强指出启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套，支持居民自住购房需求。
2018 年 4 月	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	把棚改债务问题显性化，将棚改专项债作为主要的替代品种。

2018年6月	《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》	文件中涉及棚改、易地扶贫搬迁的特殊安排并未纳入。政府购买服务期限最长不超过三年。
2018年7月	住建部座谈会	要因地制宜推进棚改货币化安置，19年棚改货币化安置将以专项债券为主，政府购买棚改服务模式将被取消。
2018年10月	国务院常务会议	严禁借棚改之名盲目举债，并要求因地制宜调整完善货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要取消货币化安置优惠政策。
2019年4月15日	《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》	财政部发布19年棚户区计划改造285万套，低于市场预期。

资料来源：政府网站，国泰君安证券研究

图3 2013-2018年实际执行的棚户区改造住房数量（单位：万套）



数据来源：住建部，国泰君安证券研究

*注：2019年为目前财政部计划值

2.2. 两会、三部委文件共提“旧改”

何为“旧改”，依据住建部等三部委今年3月印发的《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，老旧小区的定义范围是：城市、县城（城关镇）建成于2000年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区，而已经纳入城镇棚户区改造计划、拟通过拆除新建（改建、扩建、翻建）实施改造的棚户区（居民住房），以及以居民自建住房为主的区域和城中村等，不属于老旧小区范畴。

从一线城市上海看，现在根据规划局估算仍有约15万人居住在公用马桶及洗澡间的老旧小区、弄堂里；即使在最为发达的淮海路，也仍有约4000户处于这种情况，“旧改”的需求不容小视。

图 4 上海某老旧小区，1980 年左右的老公房



数据来源：中原地产

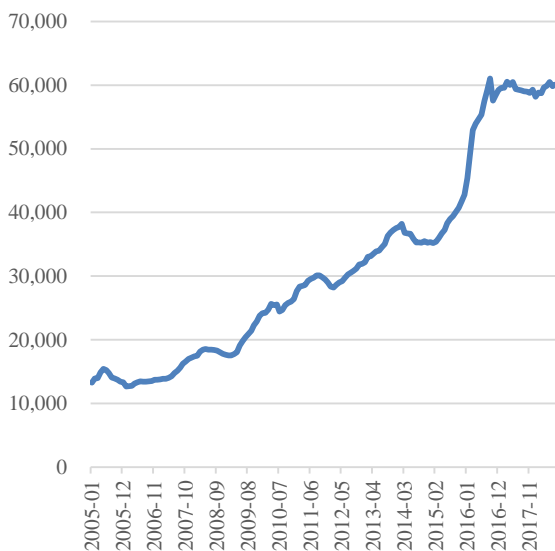
图 5 上海老旧弄堂只有公用的厕所，居民生活水平待提高



数据来源：中原地产

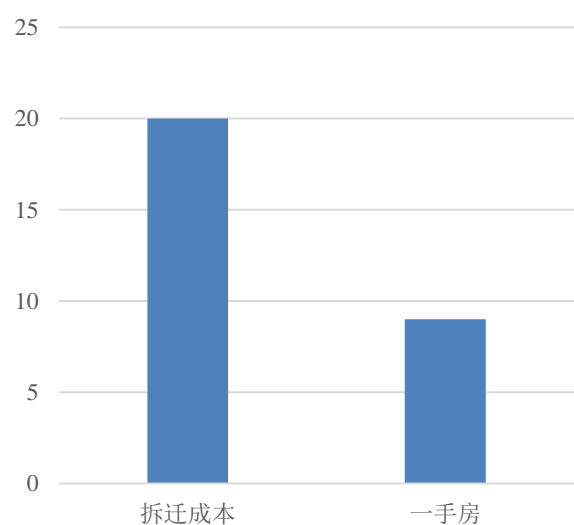
另外，从“旧改”诞生背景上，我们观察到随着棚改货币化，带动全国房地产价格的大幅抬升，拆迁成本也在大幅抬升，按照目前上海看，平均每平拆迁成本需要 20 万，淮海路这种黄金地区拆迁成本可能还要更高，过高的拆迁费用一方面导致政府主导的土地改性（从居住地改商用）意愿下降；另一方面在一手房限价情况下，也使得开发商失去拿地的兴趣。在“棚改”完成历史使命，而人民生活水平仍待提升背景下，“旧改”走上历史舞台。

图 6 上海二手房交易均价（元/平）



数据来源：中原地产，国泰君安证券研究

图 7 上海房价大涨带来了拆迁成本飙升（万元/平）



数据来源：上海规划院，国泰君安证券研究

在今年两会上，《政府工作报告》对老旧小区改造做出了指示：“城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等

生活服务设施。

而今年6月结束的国务院常务会议上，李克强总理也提出“部署推进老旧小区改造，促进住户户内改造并带动消费”。我们可以看出政策方向已经将“旧改”做为一项承接地产基建投资的新举措，避免了“棚改”对于房价副作用，并且促进住户户内改造，将有望拉动内需。并且“旧改”落地时间短，一般建设周期在半年内，比传统基建（1年左右）、地产（1年半左右）成效更快更显著。

表 2: 关于“旧改”的相关政策

时间	会议文件	内容
2019-04	《住房和城乡建设部办公厅 国家发展改革委办公厅 财政部办公厅关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》	中央预算内支持的配套基础设施包括小区内道路、供排水、供电、供气、供暖、绿化、照明、围墙等基础设施，小区内配套养老抚幼、无障碍、便民等服务设施，与小区直接相关的城市、县城（城关镇）道路和公共交通、通信、供电、供排水、供气、供热、停车库（场）等城镇基础设施项目。老旧小区改造配套基础设施建设中央预算内投资不支持主体改造，不得用于主干道、主管网、综合管廊、广场、城市公园等与老旧小区改造不直接相关的城镇基础设施项目。
2019-04	《关于落实2019年老旧小区改造相关工作的通知》	改造范围原则上以1999年底前建成、且未列入棚改计划或5年内未列入征收计划的老旧小区为重点，优先考虑省未来社区建设试点项目，已基本完成2000年前老旧小区改造任务的县（市、区）可结合实际予以调整。拟通过拆除新建（改建、扩建、翻建）实施改造的棚户区（居民住房），以及以居民自建住房为主的区域和城中村不属于老旧小区范畴。
2019-04	上海市住房和城乡建设管理委员会主任黄永平会议座谈	中心城区二级旧里以下房屋改造仍是上海今年民生工作的重点。今年，上海中心城区计划完成二级旧里以下房屋改造50万平方米，约2.5万户。对于未纳入旧区改造范围、没有卫生设施的各类老旧住房，将按照“可改愿改则尽改快改”的原则，以居民意愿为前提，全面实施以卫生设施（马桶）改造为主的老旧住房综合改造。今年计划启动实施9000户，涉及建筑面积约30万平方米。
2019-6-19	国务院常务会议	会议明确，要推进城镇老旧小区改造，顺应群众期盼改善居住条件。加快改造城镇老旧小区，群众愿望强烈，是重大民生工程和发展工程。据各地初步摸排，目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人，量大面广，情况各异，任务繁重；要重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施。同时，还要促进住户户内改造并带动消费。 对于老旧小区改造工作面临的资金问题，今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金，鼓励金融机构和地方，加大金融对老旧小区改造的支持。

资料来源：政府网站，国泰君安证券研究

3. 旧改市场规模超万亿，积极探索金融创新

我们认为“旧改”主要针对小区的基础设施及公共环境进行改造，按照住建部数据全国老旧小区数量达17万个，涉及居民4200万户，建筑面积40亿平，整体市场规模可能超万亿。同时政府对于老旧小区改造的资金来源按照“业主主体、社区主导、政府引领、各方支持”的方式统筹

推进，采取“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”等多渠道筹集改造资金，并且也积极支持金融创新。

3.1. “旧改”的市场规模可能超万亿

根据政府两会及三部委发文，老旧小区改造涉及的范围包括供排水、供电、供气、供暖、绿化、照明、围墙等基础设施，小区内配套养老抚幼、无障碍、便民等服务设施(包括电梯)。同时从目前地方政策方面要求，旧改必须包括对水、电、路、气4项设施中至少2项进行更新,或虽未对水、电、路、气设施更新，但包括家装电梯。

按照住建部数据全国老旧小区数量达17万个，涉及居民4200万户，建筑面积40亿平，我们估算整体市场规模可能超万亿。

对于“旧改”的市场规模，我们进行以下几种测算：

1) 按照不同改造项目估算

我们根据《2017年北京市老旧小区改造经济指标》，下称《指标》，以此分别估算电、气、排水系统、道路更新及电梯安装等工程成本，不包含电梯4项工程成本约1200元/平（包含电梯安装约为20000元/平）。我们考虑到全国其他地区材料及人工成本较北京便宜，如果按照60%的打折率，旧改成本不包含电梯约720元/平；考虑到根据住建部40亿平老旧小区存量面积估算，总体市场空间将近2.8万亿元；如果考虑电梯安装，总体市场空间超过3万亿元。

I) 给排水改造

排水系统改造包括建筑内的给排水系统及小区污水管道系统更换，按照《指标》给出的数据，多层住宅给排水系统改造工程单方造价约为102.57元/m²，小区污水外线更换工程单方造价:506.29元/m²，给排水改造总价约608元/m²。

图8 北京市多层住宅给排水系统改造工程各项费用占工程造价比例

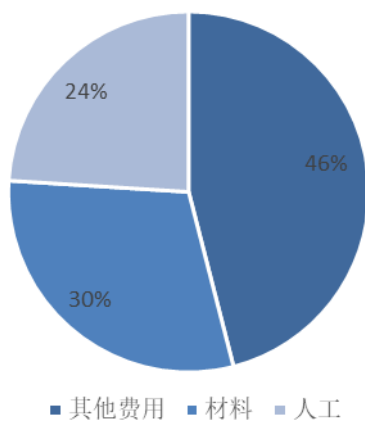
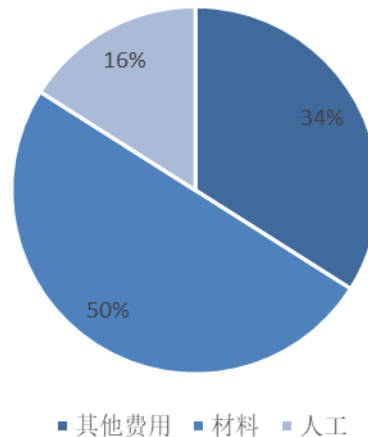


图9 北京市小区污水外线更换土建工程各项费用占工程造价比例



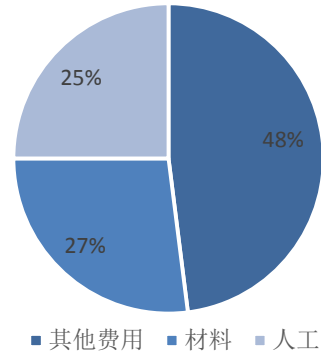
数据来源：《2017年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究

数据来源：《2017年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究

II) 电气改造工程

按照《指标》多层住宅户内电气改造工程单方造价约为 163.09 元/m²。其中材料费占约占 27%。

图 10 北京市多层住宅电气改造工程各项费用占工程造价比例

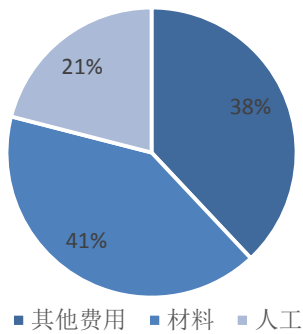


数据来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究

III) 小区道路改造

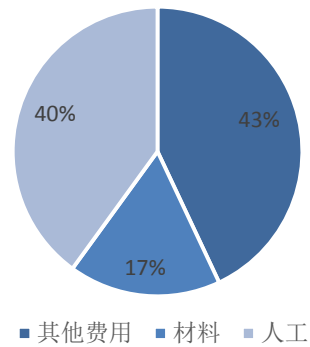
按照《指标》给出的数据，小区沥青道路改造工程单方造价约 120.98 元/m²；小区人行步道改造工程单方造价:276.26 元/m²；道路改造成本总计约 397 元/m²。

图 11 北京市小区沥青道路改造工程各项费用占工程造价比例



数据来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究

图 12 北京市小区人行步道改造工程各项费用占工程造价比例

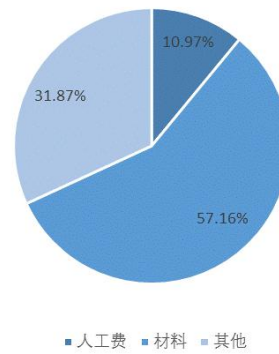


数据来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究

IV) 加装电梯工程

电梯加装是老旧小区工程的大头，按照《指标》中列出数据，安装电梯单方造价达 19490.49 元/m²；如果按照每部电梯成本计算，约为 90 万/部。

图 13 北京市电梯土建工程各项费用占工程造价比例



数据来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究

2) 以省为单位，推算全国水平

我们拿到 2019 年安徽省“旧改”投资计划，涉及全省 523 个小区，20 万户，1870 万平方，总投资金额估计 26 亿元。以此为基准，按照住建部全国 17 万小区估算，全国市场规模在 8500 亿左右。

但是我们注意到按照安徽省规划，省会合肥市单平米投资估算是 645 元，全省平均为 139 元，明显低于我们第一种估算，这可能是安徽省“旧改”不包含电梯安装及涉及旧改项目建设强度较低所致（全省 139 元/m²成本相当于只完成我们上面估算的电气改造）。所以我们判断此估算可以作为最谨慎假设，如果考虑电梯安装，整体全国“旧改”市场规模将超过万亿。

表 3: 安徽省“旧改”2019 年投资计划

市、直管县	小区数量 (个)	总户数 (户)	总建筑面积 (万/平方米)	投资估算 (万/元)
合肥市	47	14839	118.98	76706
淮北市	5	2329	23.5	2175
亳州市	6	3219	36.11	4820
宿州市	17	5761	51.89	6536
蚌埠市	97	32262	247.23	41770
阜阳市	6	2453	22.02	5350
淮南市	42	13290	96.02	5324
滁州市	31	8689	84.1	27756
六安市	6	1304	12.57	1929.5
马鞍山市	19	16156	162.06	14157
芜湖市	47	29040	299.54	15087
宣城市	39	5909	63.89	4964
铜陵市	9	6995	58.23	5360
池州市	17	8981	66.23	6600
安庆市	32	24217	201.80	26569
黄山市	100	28312	321	13628
广德县	3	310	5.55	540

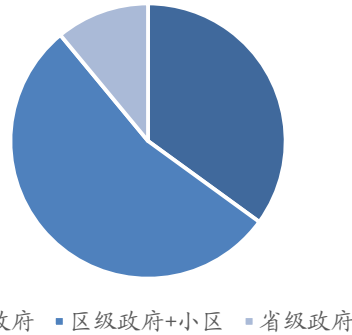
数据来源：安徽省政府网站，国泰君安证券研究

3.2. 旧改要创新投融资机制，目前主要来自于各地财政

“旧改”的资金来源方面，住建部表示会通过老旧小区改造资金来源主要有以下：地方财政预算内支持（市级，区级）、中央资金支持、居民个人承担、单位出资、专营单位投资、引入金融机构融资等，同时要防止增加地方债务。

以安徽省 2019 年旧改计划为例，项目资金来源主要都是来自于省、市、区的财政资金，其中区级资金占据约 55% 的大头。

图 14 以安徽省为例，资金来源分布



数据来源：住建部，国泰君安证券研究

同时 6 月的国务院常务会议要求老旧小区改造要创新投融资机制，即今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金，鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持，并运用市场化方式吸引社会力量参与。

我们以北京为例，老旧小区基础类改造都是由市区两级财政来共同进行分担，只有自选类的，比如增设电梯这样的，才需要居民出钱一般安装。电梯的成本在 80-90 万/台，北京政府会给予每台最高 24 万元的补贴，然后居民在安装的时候是不用付钱，而采用租的形式。只需要每五年交一次租金就能使用，楼层越高，租金越贵；一楼二楼免费，三楼每五年租金在一万元左右，六楼则是两万元（每月约 200-300 元）。如果小区业主不愿意付租电梯的租金，可以不交，但也丧失了电梯的使用权，这种灵活的租赁模式不仅缓解了业主的资金压力，也降低了沟通成本。

3.3. 受益建材品种

我们认为旧改受益的建材品种方面，主要涉及电气、排水、道路改造及居民配套装修带来的建材需求，主要受益建材品种包括：水泥、防水材料、涂料、管材及石膏板。

3.3.1. 老旧小区改造相关受益建材品种

老旧小区改造主要进行电气、水、道路及附加电梯的安装，根据我们上

面罗列的工程，下表概述了每平方工程主要材料的消耗量，主要建材品种有水泥、防水卷材及管材。

据此消耗量，我们估算老旧小区改造单平米建材成本分别为：

1) 水泥

水泥主要用于电梯的加装及小区道路的改造，按照估算，水泥的单方消耗量为 53.45kg（包含电梯安装为 194.75kg），对应 40 亿平改造老旧小区规模，水泥市场空间为 855 亿（包含电梯安装为超过 3000 亿）。

2) 管材

管材主要用于电梯的加装及小区给排水改造，按照估算，管材的单方消耗量为 1.66m（包含电梯安装为 2.35m），对应 40 亿平改造老旧小区规模，管材市场空间为 999 亿（包含电梯安装为超过 1400 亿）。

3) 防水材料

防水材料主要用于电梯的加装，按照估算，防水材料单方消耗量为 0.766 m²，对应 40 亿平改造老旧小区规模，市场空间为超过 600 亿。

表 4：老旧小区每平方米改造主要材料消耗

改造项目	主要材料
多层住宅加装电梯工程	水泥 7.854kg、0.471m ³ 混凝土、SBS 防水卷材 0.766 m ² 、管材 0.69 m
多层住宅户内电气改造工程	塑料铜线 6.26m
多层小区给排水系统改造工程	0.64m（给排水系统改造）+1.025m（污水外线更换）管材
小区道路改造工程	0.152m ³ 混凝土、砂子 5.6kg

数据来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究

表 5：老旧小区改造建材市场空间估算

	合计单方消耗量	单价	单平方材料成本 (元)	单品种 40 亿平市场规模 (亿元)
包含电梯加装				
水泥	194.75kg	400 元/吨	77.90	3116.0
SBS 防水卷材	0.766 m ²	21 元/m ²	16.09	643.4
管材	2.355m	15 元/m	35.33	1413.0
不包含电梯加装				
水泥	53.45kg	400 元/吨	21.38	855.2
管材	1.665m	15 元/m	24.98	999.0

数据来源：《2017 年北京市老旧小区改造经济指标》，国泰君安证券研究 注：混凝土每立方消耗水泥按照最低 300kg 换算

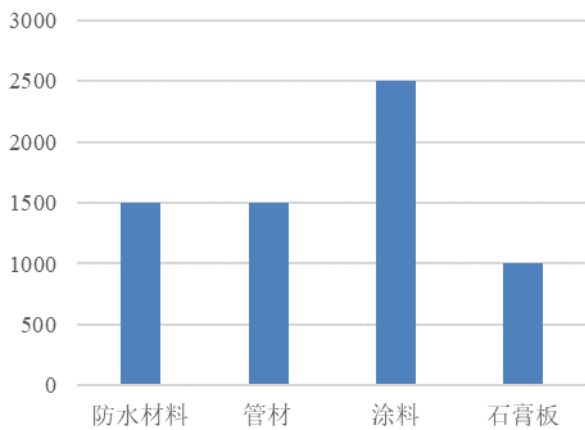
3.3.2. 老旧小区配套二次装修受益建材品种

我们认为由于老旧小区建成时间都已经超过 20 年以上，在小区旧改的同时也有望拉动住户配套户内进行二次装修的进程。我们以二次装修中最为常见的更换水管、防水更新、屋内墙面刷新、石膏板吊顶更新四项内容估算，以 100 平米房屋为例，分别的管材、防水材料、涂料材料、石膏板+轻钢龙骨成本为约 1500 元、1500 元、2500、1000 元，总材料成

本为 6500 元。

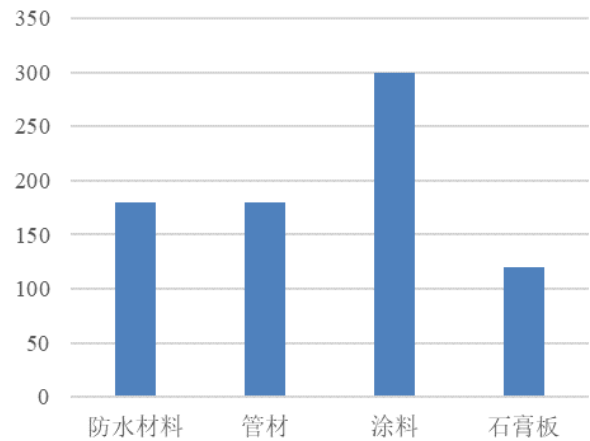
如果以住建部 40 亿平存量老旧小区，按照 30% 住户可能会在小区旧改中配套进行家内二次装修估算，户内二次装修总市场规模在约 780 亿；其中防水材料、管材、涂料、石膏板分别对应市场空间为约 180、180、300、120 亿元。

图 15 按照 100 平米面积估算，使用建材产品材料成本（元）



数据来源：国泰君安证券研究

图 16 按照 30% 比例住户进行重装修计算，建材品种受益市场规模（亿元）



数据来源：国泰君安证券研究

3.3.3. 受益建材公司

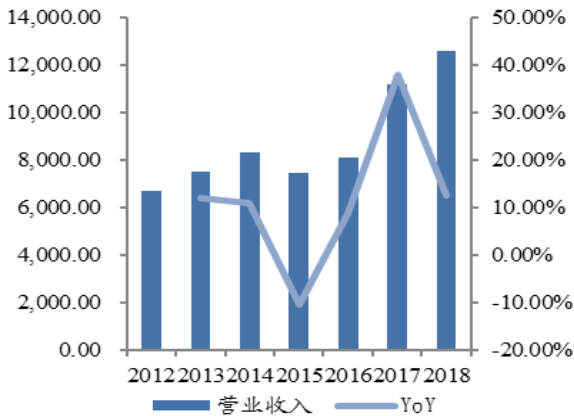
水泥

我们认为目前旧改主要依赖当地政府的财政支持，所以东部沿海城市经济最为发达，政府财政状况更为健康，“旧改”的落地速度也有望领先于全国。基于此判断，水泥板块我们推荐龙头海螺水泥、华北龙头冀东水泥及华东的华新水泥，港股我们推荐中国建材及华润水泥。

石膏板

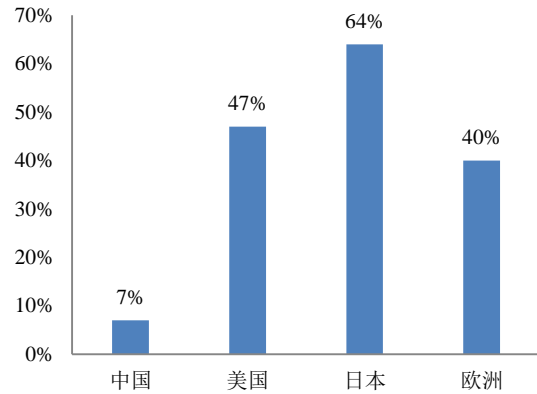
石膏板行业我们推荐龙头北新建材，截至 2018 年底，公司石膏板产能达 24.7 亿平；2018 年收购万佳后，北新在全国的市占率已经超过 60%。同时公司有 21 条生产线正在规划中，产能规划达 30 亿平，预计将在未来 3 至 5 年建成，公司市占率提升步伐刚刚开始加速。

图 17 北新营收及同比 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 18 我国石膏板隔墙领域占比还有极大上升空间



数据来源: 石膏板协会, 国泰君安证券研究

管材

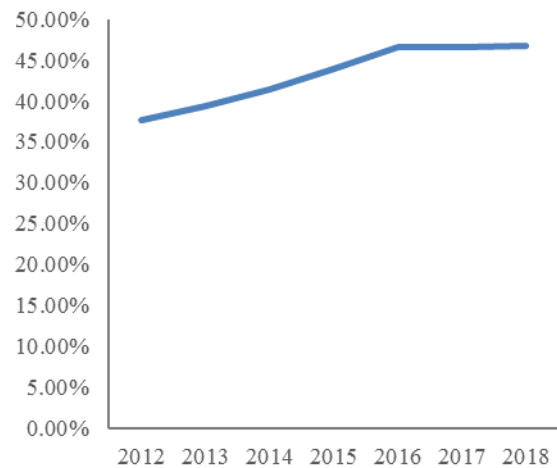
管材行业我们推荐伟星新材, 公司是国内一家专业从事高质量、高附加值新型塑料管道的研发、制造和销售的企业, 目前零售端 PPR 管材占收入比重超过 56%, 2012 年随着渠道扁平化及推动“星管家”服务, 收入利润快速增长。其他管材受益公司有永高股份及中国联塑。

图 19 伟星营收及同比 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 20 伟星毛利率稳步提升

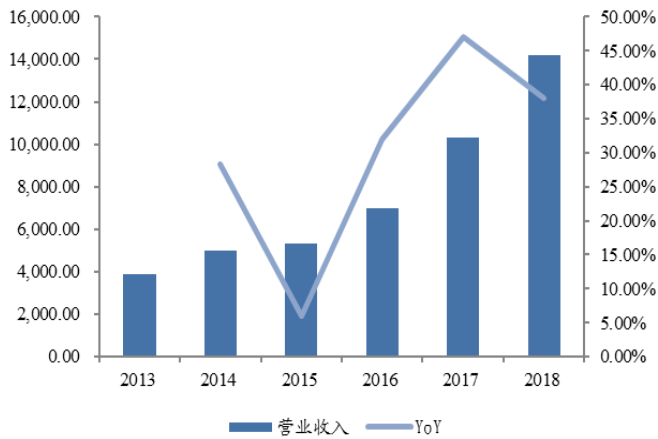


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

防水材料

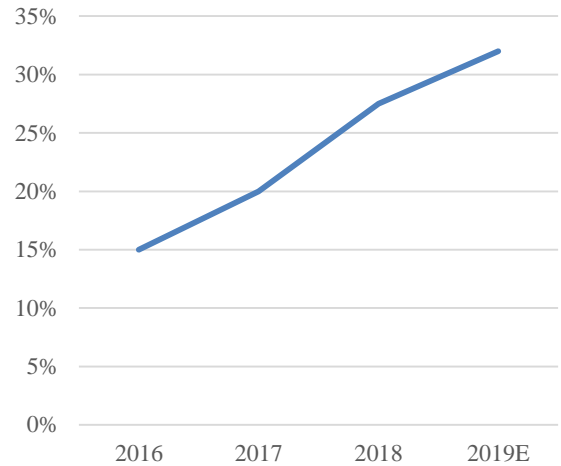
防水材料行业我们推荐龙头东方雨虹, 受益下游地产商集中度提升及精装房比例上升, 防水材料龙头市占率在近年来加速提升。目前整个防水材料行业仍有 70% 市场被假冒伪劣产品占据, 而雨虹市占率仍仅约 10%, 未来发展空间依然较大; 同时雨虹已经开始产品线拓展, 保温、砂浆、DAW 涂料, 打开未来上升空间。其他防水材料行业受益有科顺股份。

图 21 公司营收及同比 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 22 近年来精装房比例快速提升, 利好防水材料行业龙头

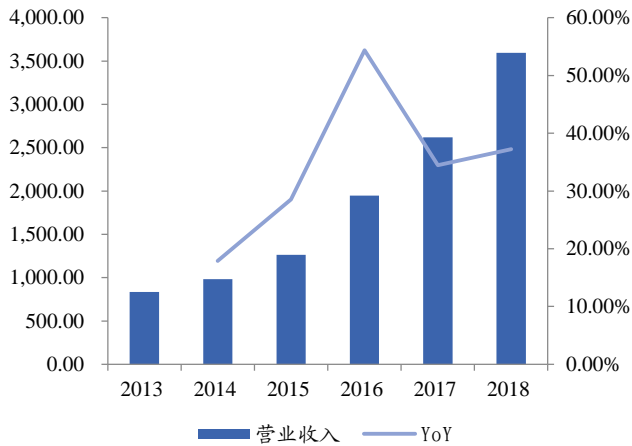


数据来源: 奥维云网, 国泰君安证券研究

涂料

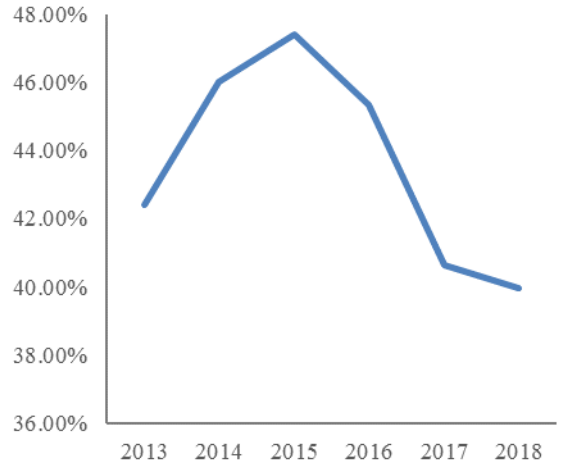
涂料行业三棵树是 C 端涂料国内率先上市的企业, 近年来, 大力拓展 B 端业务, 加大与万科、恒大等龙头房企合作, 收入快速放量。

图 23 三棵树营收及同比 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 24 三棵树毛利率情况



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

旧改进度低于预期风险。如果旧改进度低于预期, 其对于棚改下滑对冲效果将有所减弱, 可能会影响后续地产需求, 进而影响建材需求。

财政资金支持力度低于预期风险。目前旧改完全依赖于各地政府的资金支持, 如果各地财政支持力度低于预期, 将会影响旧改的进度。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		