



建材

2020.02.20

布局弹性，早周期领跑

——稳增长系列系列之二

	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：

本报告是稳增长系列系列之二，我们认为在疫情影响下，逆周期调控方向明确，利好早周期品种，水泥有望继续领跑周期，B端建材近看开工端，远看竣工端。

摘要：

- **维持建材行业“增持”评级：**1) 水泥稳定性首选“泥茅”海螺水泥，弹性推荐华新水泥以及上峰水泥等；华南首选华润水泥及塔牌集团；报表改善弹性空间最大推荐 H 股中国建材，基建受益弹性空间最大推荐冀东水泥，基建受益且整合预期首选祁连山、天山股份；港股确定性推荐海螺创业；2) ToB 端建材集中度大幅提升的逻辑下，A 股最受益是东方雨虹（也属于开工端），H 股为中国联塑，我们认为市占率快速提升的步伐远远未结束；其他包括瓷砖（帝欧家居及蒙娜丽莎）、三棵树等 B 端较强的收入端亦大幅增长；3) 继续推荐制造业全球龙头中国巨石、福耀玻璃、信义光能；竣工消费端品种，推荐北新建材、信义玻璃、旗滨集团、伟星新材、再升科技等。
- **基建预期加码，地产政策松动，布局稳增长复工需求：**我们观察到 2 月 10 日开始各地政府全面推动企业的复工复产；同时为了稳增长，财政部近期提前下达 2020 年新增地产政府债 8480 亿元，加上之前提前下达的 1 万亿，共下达 18480 亿元（并且要求大部分投向基建）；地产角度，近期上海、浙江等 10 余省份推出各类涉房支持政策，我们判断后续政策有望继续加码，降准降息、上调财政赤字率等政策有望出台。我们预判，疫情影响经济结构的变化将向着有利周期的方向，需求因此迟到而不会缺席。
- **水泥是“最好”周期品，望领跑周期。**我们认为水泥产能可随时关停且产品不可库存，短腿产品对点状需求复苏最为敏感，若后面出现点状需求恢复并赶工，则水泥的弹性将会是周期品中弹性领先。我们了解目前华东中南库位在 60% 左右，华北则仍处于传统淡季大部分错峰，由于差异化错峰政策实施及环保力度加强，错峰秩序反而较 18 年有所好转。我们认为对于水泥而言，疫情并不改核心推荐逻辑：矿山治理水泥供给再临供给收缩，水泥是后工业化时代最好的周期品。
- **B 端建材继续“降维打击”，近看开工端，远看竣工端。**我们认为对于消费品建材而言，本身一季度就是淡季，我们依然维持 2020 年 B 端建材加速扩容之年的判断不变。同时我们认为需要重视的变化在于功能性建材有望快速的由分散到集中，议价能力或边际大幅度改善。2019 年下半年，我们已经观察到竣工端需求的复苏，但疫情加剧了房企短期的资金压力，我们判断房屋竣工复苏需求或延后至下半年，所以我们认为竣工品种目前仍为估值修复。
- **风险提示：**国内货币、房地产宏观政策变动，原材料价格大幅上涨。

评级：

增持

上次评级：

增持

相关报告

建材《逆周期调控依然是政策着力点》	2019.12.15
建材《PMI 超预期，周期股行情有望继续》	2019.12.09
建材《巢湖环保关停，华东水泥价格或再超预期》	2019.12.01
建材《周期股跨年行情渐入佳境》	2019.11.25
建材《年末赶工，需求集中释放》	2019.11.20

目录

1. 投资要点.....	3
2. 基建预期加码，地产政策松动，布局稳增长复工需求.....	6
2.1. 疫情影响短期需求，逆周期调控不断加码.....	6
2.2. 基建稳经济重要性增强，推动重点工程项目落地.....	7
2.2.1. 华北地区：雄安新区首批 21 个重点项目复工.....	9
2.2.2. 华东地区：江浙地区全面进入复工状态.....	11
2.2.3. 华南地区：粤港澳大湾区提升需求潜力.....	12
2.3. 稳地产，政策有望逐步松绑.....	14
3. 复工展望：水泥有望领跑周期.....	15
3.1. 水泥行业是整个周期品里弹性最好的.....	16
3.2. 疫情延迟市场需求，价格淡季下行属于正常行为.....	16
3.3. 环保有望成为主旋律，水泥逐步向特许资源品的角度演变.....	18
3.4. 2020 年新增产能冲击尚无悬念.....	20
3.5. 中长期水泥看城镇化及人口，需求平台期可能到 2030 年.....	20
4. 玻璃板块：疫情或导致供需错配.....	22
4.1. 疫情或导致供需错配，看好下半年市场.....	22
4.2. 2020 龙头企业收购可能加速.....	23
5. 其他建材板块：B 端建材继续“降维打击”，竣工端品种首选低估值修复.....	24
5.1. 变革中成长，B 端渠道的降维打击将继续.....	24
5.2. 竣工端疫情导致产能释放延后，下半年后旺季望展现弹性，推荐低估值品种.....	25
5.3. 玻纤板块：疫情结束后需求预期乐观.....	25
6. 风险提示.....	27

1. 投资要点

我们维持建材行业“增持”评级。

本报告是稳增长系列系列之二，我们认为在疫情影响下，逆周期调控方向明确，利好早周期品种，水泥其无库存、可开关特性是最好大宗周期品，B端建材继续“降维打击”，近看开工端，远看竣工端；

- **基建预期加码，地产政策松动，布局稳增长复工需求：**我们观察到2月10日开始各地政府全面推动企业的复工复产；同时针对疫情对于实体经济冲击，财政部近期提前下达2020年新增地方政府债8480亿元，加上之前提前下达的1万亿，共下达18480亿元（并且要求大部分投向基建）；地产角度，近期上海、浙江等10余省份推出各类涉房支持政策，我们判断后续政策有望继续加码，降准降息、上调财政赤字率等政策有望出台。我们预判，疫情影响经济结构的变化将向着有利周期的方向，需求因此迟到而不会缺席，并且需求的反弹幅度有望超过市场预期。。
- **水泥是“最好”周期品，有望继续领跑周期。**我们认为水泥产能可随时关停且产品不可库存，同玻璃、钢铁等24h连续作业的供给刚性的品种逻辑全然不同，短腿产品对点状需求复苏最为敏感，若后面出现点状需求恢复并赶工，则水泥的弹性将会是周期品中弹性领先。我们了解目前华东中南库位在60%左右，华北则仍处于传统淡季大部分错峰，由于差异化错峰政策实施及环保力度加强，错峰秩序反而较18年有所好转。我们认为对于水泥而言，疫情并不改核心推荐逻辑：矿山治理水泥供给再临供给收缩，水泥是后工业化时代最好的周期品，2020年或实现向资源定价品的转身。
- **玻璃库位高企，原材料供应紧张，供需错配下半年有望展现弹性。**我们认为疫情导致玻璃小企业库存累积至高位，且原燃料供应紧张，产能、布局占优的龙头企业影响相对较小；沙河、湖北企业或因此而提前放水冷修，可能会造成下半年旺季的供需错配，玻璃价格有望展现弹性。长期来看，供给端，环保仍有望成为落后产能出清的抓手，同时龙头企业对于行业的收购也有望开始，行业集中度有望提升。
- **B端建材继续“降维打击”，近看开工端，远看竣工端。**我们依然维持2020年B端建材加速扩容之年的判断不变。B端建材品种对于C端品牌的“降维打击”依然持续。同时我们认为需要重视的变化在于功能性建材有望快速的由分散到集中，议价能力或边际大幅度改善。2019年下半年，我们已经观察到竣工端需求的复苏，但疫情加剧了房企短期的资金压力，我们判断房屋竣工复苏需求或延后至下半年。当前时点，我们认为竣工品种仍为地产销售预期带动的估值修复。

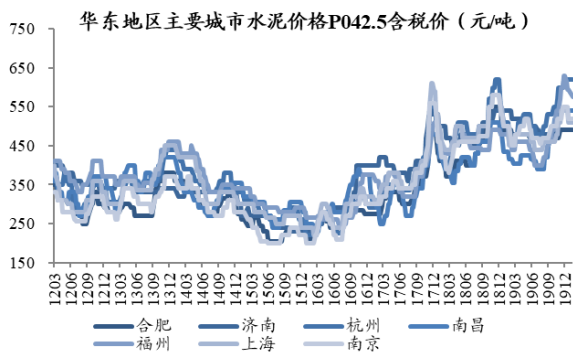
我们推荐:

1) 水泥稳定性首选“泥茅”海螺水泥，弹性推荐华新水泥以及上峰水泥等；华南首选华润水泥(1313.HK)及塔牌集团；报表改善弹性空间最大推荐 H 股中国建材(3323.HK)，基建受益弹性空间最大推荐冀东水泥，基建受益且整合预期首选祁连山、天山股份；港股确定性推荐海螺创业(0586.HK)

2) ToB 端建材集中度大幅提升的逻辑下，A 股最受益是东方雨虹(也属于开工端)，H 股为中国联塑，我们认为市占率快速提升的步伐远远未结束；其他包括瓷砖(帝欧家居及蒙娜丽莎)、三棵树等 B 端较强的收入端亦大幅增长；

3) 继续推荐制造业全球龙头中国巨石、福耀玻璃；竣工消费端品种，推荐北新建材、信义玻璃、信义光能、旗滨集团、伟星新材、再升科技等。

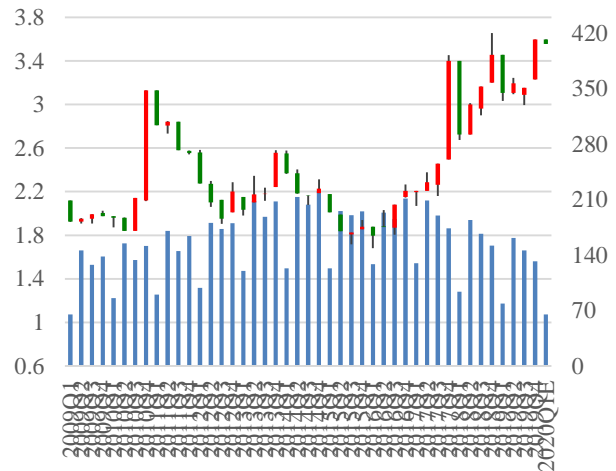
图 1 华东主要城市水泥价格 P042.5 含税价(元/吨) 2019 年初持续下调



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

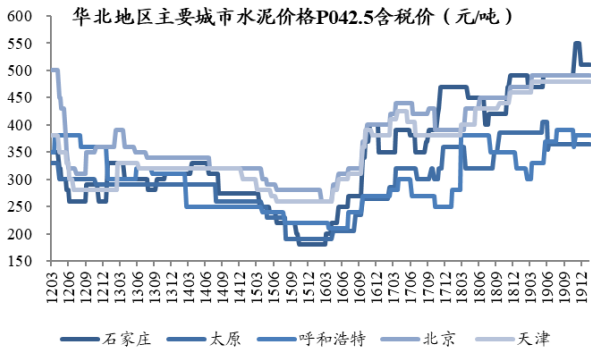
图 3 华北主要城市水泥价格 P042.5 含税价(元/吨) 2019 年初保持稳定

图 2 华东地区水泥煤炭价格差

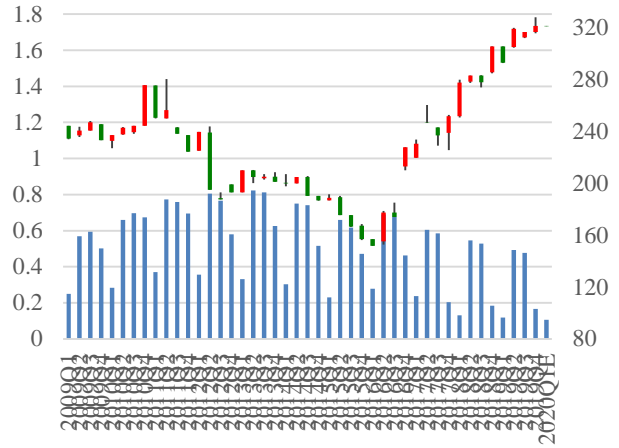


数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 4 华北地区水泥煤炭价格差



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 1: 重点公司水泥估值

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
		2020/2/20	2020/2/20	对应最新财报	2019E	2020E	2019E	2020E	
600585	海螺水泥	52.45	2779.48	2.18	6.32	6.76	8.30	7.76	增持
600801	华新水泥	23.16	485.57	2.45	3.13	3.25	7.40	7.13	增持
002233	塔牌集团	11.71	139.62	1.53	1.3	1.49	9.01	7.86	增持
000401	冀东水泥	17.38	234.20	1.83	2.09	2.57	8.32	6.76	增持
601992	金隅股份	3.38	360.91	0.79	0.42	0.46	8.05	7.35	增持
600720	祁连山	12.42	96.42	1.46	1.57	1.98	7.91	6.27	增持
002271	东方雨虹	30.03	446.77	5.08	1.37	1.74	21.92	17.26	增持
000786	北新建材	25.06	423.39	3.14	0.23	1.66	108.96	15.10	增持
002372	伟星新材	12.08	190.03	5.28	0.64	0.73	18.88	16.55	增持
000910	大亚圣象	13.29	73.58	1.55	1.48	1.62	8.98	8.20	增持
002043	兔宝宝	7.27	56.32	3.36	0.44	0.54	16.52	13.46	增持
603737	三棵树	97.93	182.37	11.78	1.98	2.5	49.46	39.17	增持
600176	中国巨石	10.31	361.09	2.39	0.57	0.65	18.09	15.86	增持
600660	福耀玻璃	25.09	629.41	3.01	1.3	1.5	19.30	16.73	增持
601636	旗滨集团	5.42	145.67	1.87	0.51	0.63	10.63	8.60	增持
002080	中材科技	13.91	233.43	2.27	0.83	0.92	16.76	15.12	增持
603601	再升科技	10.38	72.95	5.35	0.29	0.37	35.79	28.05	增持
300196	长海股份	12.32	51.15	1.95	0.82	0.93	15.02	13.25	增持
601996	丰林集团	2.68	30.71	1.10	0.18	0.22	15.05	12.23	增持
603588	高能环境	11.85	79.91	2.73	0.63	0.84	18.51	14.15	增持
000672	上峰水泥	18.64	151.66	3.30	2.77	3.34	7.13	6.33	增持
002918	蒙娜丽莎	20.05	80.64	2.91	1.08	1.38	18.47	14.20	增持
002798	帝欧家居	23.70	91.24	2.62	1.32	1.69	16.39	12.89	增持
000877	天山股份	11.23	117.77	1.28	1.55	1.71	7.37	6.62	增持

3323.HK	中国建材	9.01	759.97	0.76	1.27	1.43	7.09	6.30	增持
1313.HK	华润水泥 股控	9.62	671.76	1.57	1.32	1.46	7.29	6.59	增持
0586.HK	海螺创业	37.70	680.39	1.68	3.59	3.90	10.50	9.66	增持
0868.HK	信义玻璃	10.40	417.58	1.83	1.06	1.11	9.81	9.37	增持
2128.HK	中国联塑	11.76	364.84	1.45	0.91	1.04	12.92	11.31	增持
0968.HK	信义光能	6.73	543.91	4.06	0.29	0.39	23.04	17.34	增持

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 基建预期加码, 地产政策松动, 布局稳增长复工需求

我们观察到 2 月 10 日开始各地政府全面推动企业的复工复产; 同时针对疫情对于实体经济冲击, 财政部近期提前下达 2020 年新增地方政府债 8480 亿元, 加上之前提前下达的 1 万亿, 共下达 18480 亿元 (并且要求大部分投向基建); 地产角度, 近期上海、浙江等 10 余省份推出各类涉房支持政策, 我们判断后续政策有望继续加码, 降准降息、上调财政赤字率等政策有望出台。我们预判, 疫情影响经济结构的变化将向着有利周期的方向, 需求因此迟到而不会缺席。

2.1. 疫情影响短期需求, 逆周期调控不断加码

2020 年春节开始受疫情影响, 服务业及零售业受到冲击明显, 我们观察到近期中央政治局会议及国常会再提“六个稳”, 中央政治局会议明确要求要坚持 2020 年经济社会发展目标任务; 同时 2020 年是全面建设小康社会及“十三五”的收官之年, 政策调控的方向明确。我们观察到 2 月 10 日开始, 各地政府已经全面推动企业复工复产, 周期下游需求正在逐步恢复。

近期, 财政部再下达 2020 年新增地方债 8480 亿元(专项债 2900 亿元), 累计 18480 亿元; 目前累计发行新增专项债超 7000 亿元(2019 年 1-2 月 3078 亿元), 投向基建比例超 65%(2019 年不足三成), 下一步我们判断财政赤字率有望上调。

货币政策角度, 央行于 2019 年 11 月 20 日宣布降息, 1 年期和 5 年期的 LPR 较之前均有所下降。此外, 1 月初全面降准如期而至, 央行于 2019 年 9 月 16 日和 2020 年 1 月 1 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点, 共下调 1 个百分点, 预计净释放长线资金达 8000 亿元。疫情升级后, 央行开市当日下调逆回购利率 10bp, 2 月 3 日开市前两日投放 1.7 万亿流动性, 后续 MLF、LPR 也有望继续下调, 继续释放流动性。

我们预判, 疫情影响经济结构的变化将向着有利周期的方向, 需求因此迟到而不会缺席, 并且在当下财政扩张、货币宽松和低利率环境这三个宏观政策组合已经“火力全开”, 周期需求有望超过市场预期。

表 2: 逆周期调控不断加码

时间	行动内容	详细
2019年2月3日	中共中央政治局常务委员会召开会议 分析新冠肺炎疫情形势研究加强防控工作	会议指出,要加大宏观政策调节力度,加大资金投入,保障好各地疫情防控资金需要。要继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施,缓解企业经营困难。要保持稳健的货币政策灵活适度,对防疫物资生产企业加大优惠利率信贷支持力度。要在确保做好防疫工作的前提下,分类指导,有序推动央企、国企等各类企业复工复产。
2019年2月3日	中国人民银行开展1.2万亿公开市场操作	中国人民银行开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金,确保流动性充足供应,银行体系整体流动性比同期多9000亿元。
2019年2月7日	财政部表示赤字率有望提高,政策性银行加快信贷投放	2与7日财政部余蔚平副部长表示,2020年赤字安排会考虑一系列不确定因素。2月15日,银保监会梁涛副主席表示,合理增加政策性金融机构2020年人民币贷款和发债规模,研究运用已收回专项建设资金支持制造业等重大领域。
2019年2月8日	交通运输部关于贯彻落实习近平总书记重要指示 精神统筹做好疫情防控加快公路水运工程复工 开工建设加大交通投资力度的通知	除湖北省和其他疫情防控任务较重地区外,气候条件符合施工要求的,原则上应在2020年2月15日前做好复工准备,力争2月20日前复工;推动重点项目尽快开工。
2019年2月8日	关于积极应对疫情创新做好招标投标工作保障经济 平稳运行的通知	要求坚决服从疫情防控和经济社会发展大局;全面推行在线投标、开标;推动重点项目尽快开工,加快项目审批等。
2019年2月11日	国常会:疫情防控同时加强经济运行调度 更好保 障供给	会议要求,分类有序推动企业复工复产;推动重点医疗防控物资生产企业尽快达产;制定方案有序组织务工人员返岗;各地各部门要建立企业应对疫情专项帮扶机制;依法查处哄抬物价等违法行为;强化煤电油气运保障;推动重大项目尽早开工和建设;高度关注就业问题。 会议强调,在加强疫情防控工作的同时,要统筹推进经济社会发展各项任务,做好“六稳”工作,加强经济运行调度和调节,及时出台和落实相关政策,维护经济社会正常运行。
2019年2月11日	财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额	近期财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元,其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元。加上此前提前下达的专项债务1万亿元,共提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元。
2019年2月12日	习近平总书记主持召开中央政治局常委会会议, 对疫情防控工作作出进一步部署	全力推动复工复产;积极扩大投资;要扩大消费,加快释放新兴消费潜力,提高国家治理能力和水平等。

数据来源:政府网站,国泰君安证券研究

2.2. 基建稳经济重要性增强,推动重点工程项目落地

近期,各部委频繁发文,要求在防控疫情基础上,加快重大项目开工复

工；山东、河北、湖南等地近日已有大批重大项目复产复工，并且我们观察新开工项目情况，基本集中在交通等基建领域。同时结合财政部近日提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，总计已经达到 1.84 万亿，并明确要求 2/3 投向基建等重点工程项目，在经济下行压力加大的情况下，基建稳经济重要性再次增强。

而从基建受益的区域角度，我们判断经济发达地区基建补短板的确性比较强。从目前公布的重大基建项目所在区域、在去杠杆背景下地方政府财力角度看，2020 年基建稳增长核心发力的地区可能仍在经济发达的京津冀、华东及华南地区，区域与全国的需求分化可能将继续维持。

表 3: 全国各省建筑企业及工地复工政策要求

地区	省市	复工时间安排
东北地区	吉林	2月9日前，原则上不得开复工
	辽宁	2月3日起正常开工开业
	黑龙江	一般民生工程、经济类建设工程于4月初开复工；房地产等其他建设工程于4月中旬后开复工
华北地区	北京	不早于2月9日24时复工
	天津	复工具体时间将提前通知，给企业留出准备时间
	河北	不早于2月9日24时复工
	山西	2月10日复工 太原市新建项目和节前停工的在建项目不得早于3月1日24时开工
中南地区	内蒙古	不早于2月9日24时复工
	河南	推迟2月9日以后 郑州、济源、三门峡重点民生工程2月25日复工，一般民生工程3月6日复工，其他工程3月16日复工；南阳、许昌不得早于2月25日复工；安阳重点民生工程2月25日复工，其他工程3月16日复工；濮阳2月17日方可复工；平顶山房地产开发企业3月2日起可以复工复产
	湖北	不早于2月20日24时复工
	湖南	2月10日起复工
	广东	2月10日复工
西北地区	广西	不早于2月9日复工
	海南	2月10日复工
	陕西	2月10日复工
	甘肃	2月20日起自行决定复工时间 张掖市3月1日复工
	青海	2月2日，企业自行提出开工申请，经审核同意有序开工
	宁夏	不早于2月9日24时复工
西南地区	新疆	2月2日后全省有序组织开复工
	重庆	不早于2月9日24时复工
	四川	根据疫情防控情况自行决定复工复产时间
	贵州	2月10日复产复工
	云南	不早于2月9日24时复工
	西藏	新建、在建项目开工复工时间为3月15日

华东地区	上海	各类建筑工地 2 月 10 日复工；住宅修缮项目不 早于 2 月 9 日 24 时复工
	江苏	2 月 10 日复工 苏州、常州不 早于 2 月 20 日复工；镇江、南通、淮安不 早于 2 月 20 日 24 时复工；徐州不 早于 2 月 15 日 24 时复工
	浙江	2 月 10 日复工 杭州 2 月 10 日起允许重点民生工程申报复工，2 月 15 日起允许一般民生工程申报复工，2 月 20 日起允许其他工程申报复工；宁波、台州不得早于 2 月 9 日 24 时复工；温州不得早于 2 月 17 日复工；嘉兴、平湖不得在 3 月 1 日前开工；东阳在 疫情解除前不得开工
	安徽	不得早于 2 月 9 日 24 时前复工 六安重点民生工程可在 2 月 24 日优先复工，一般民生工程可在 3 月 2 日后有序复工
	江西	不早于 2 月 9 日复工
	山东	自 2 月 10 日起，每日汇报各市专班工作进展情况

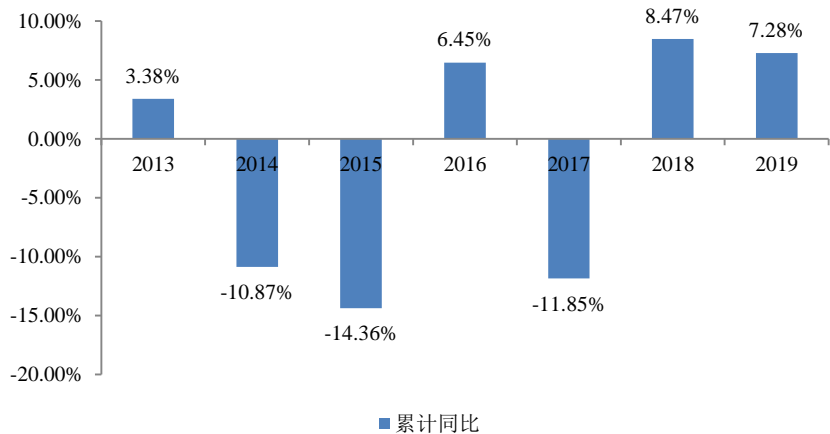
数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

2.2.1. 华北地区：雄安新区首批 21 个重点项目复工

2 月 10 日，根据经济参考报消息河北雄安新区首批 21 个重点项目复工，当天预计进场 2000 人。首批复工项目主要包括 6 个春节期间持续开工未停工项目和 15 个复工项目，2 月 15 日检查验收完毕并全部正式复工，预计到 2 月底进场 6000 余名复工人员。

2019 年 10 月底河北省政府正式公布雄安新区正式进入大规模城市开发实施阶段。截止到 1 月份，我们观察到整个雄安新区已有京雄城际、京雄铁路等 67 个重点工程项目开始开工；另外，2020 年，河北将加快雄安新区启动区、容东片区、基础设施和公共服务等项目建设，统筹 58 个续建项目和 2020 年新开工项目，展望 2020 年，我们判断整个京津冀的区域需求有望显现出弹性。

图 5 2019 年华北区域水泥产量继续保持高增长



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 4: 2020 年初雄安新区招标项目

请务必阅读正文之后的免责条款部分

招标项目	详细内容
容易线施工通道新区段道路工程勘察设计	容易线施工通道新区段道路工程及配套道路全长约 27.1km，工程总投资 19.55 亿元，其中建安费为 10.63 亿元。
安大线施工通道新区段道路工程勘察设计	安大线施工通道新区段道路工程及配套道路工程全长 5.8km，工程总投资为 4.55 亿元，其中建安费为 2.73 亿元。
容城西侧 1 号商品混凝土搅拌站	容城西侧 1 号商品混凝土搅拌站项目包括混凝土搅拌站、水泥稳定土拌和站、沥青混凝土搅拌站各一座以及搅拌站配套工程，项目总投资约 2.64 亿元人民币，履约期限暂定 10 年，包括建设期和运营期，其中建设期于 2019 年 5 月 31 日前具备混凝土生产能力，2019 年 6 月 30 日前全部完成。
容城西侧 1 号建筑产业园建设项目	容城西侧 1 号建筑产业园建设项目勘察设计涉及项目规划总占地面积为 76.35 公顷，园区总建筑面积约 23.5 万平方米，勘察设计周期为 50 日历天。
雄安新区棚户区改造容东片区安居工程外部输水管道工程	容东片区安居工程外部输水管道工程，工程总投资约 1.35 亿元，其中建安工程费约 1.1 亿元。
雄安商务服务中心项目二标段施工项目	雄安商务服务中心项目二标段包括办公楼，酒店，住宅等。总建筑面积约 72.1 万 m ² ，其中地上建筑面积约 46.6 万 m ² ，地下建筑面积约 25.5 万 m ² 。合同估算价 490000（万元）项目工期要求：770 日历天（暂定）。
雄安新区 2020 年植树造林项目勘察设计项目	植树造林项目建设面积约 7.5 万亩，其中容城县 0.4 万亩，雄县 2.8 万亩，安新县 4.3 万亩。项目分春、秋两季实施，春季实施面积约 5 万亩，秋季实施面积约 2.5 万亩。
悦容公园及雄安新区高质量建设试验区未来公园项目	悦容公园总面积约 230 公顷；雄安新区高质量建设试验区未来公园项目总面积约 5.97 公顷。
容东城市公园北部生态林带二区项目	容东城市公园北部生态林带二区总面积约 35.5 公顷。主要建设内容为以防护功能为主的生态景观林带，包括绿化种植工程、灌溉、地形重塑工程、道路工程、景观桥梁工程、电气工程、建筑工程以及景观小品等。
白洋淀码头生态木栈道区域景观提升工程项目	本项目总面积约 2.3 平方公里。建设内容包括现状围埝加宽加固，手划船游线两侧湿地植物空间梳理，木栈道内部水域现状梳理，清理污染物等。
龙化乡（16 个村）环卫一体化项目	龙化乡全域 16 个村庄内的环卫清扫保洁、垃圾转运、垃圾处理等工作； 服务期限：3 年，自合同签订之日起算。
雄安新区燃气干线一期工程水土保持项目	雄安新区燃气干线一期工程线路长度约 34.0km，共设置 2 座调压计量站，干线设置 6 座支管阀井，3 座截断阀井。
雄安新区燃气干线二期工程项目	项目估算总投资约 36597.52 万元。
雄安新区垃圾处理过渡设施项目管理服务单位项目	本项目总占地面积约 31280 m ² ，约 46.9 亩。建设规模为 300t/d，年处理垃圾量为 100000t。
昝岗高铁枢纽片区环卫设施项目停车场项目	公告显示，本项目建设面积约 1.73 公顷；项目估算总投资约 4.59 亿元，其中工程投资约 3.86 亿元。主要内容包括环卫停车场一座，合建一处融雪剂搅拌站、一处环卫作息场所、一处大件垃圾拆解中心和一处资源回收利用中心；总建筑面积约 40000 平方米，其中地上建筑面积约 12000 平方米，地下建筑面积约 28000 平方米。

数据来源：中国雄安官网，国泰君安证券研究

图 6 雄安新区“四纵两横”高铁网络

图 7 雄安新区“四纵三横”高速公路网

河北雄安新区规划纲要



数据来源：政府官网

图 8 雄安新区整体规划图

河北雄安新区规划图



数据来源：政府官网

图 9 京津冀“一环六射”通道



数据来源：政府官网



数据来源：政府官网

2.2.2. 华东地区：江浙地区全面进入复工状态

我们观察到，近日福建、浙江等地的大工程项目逐步复工，开始投入建设。截至 2 月 14 日，江苏全省 13 个交通重大项目复工，其中铁路项目 3 个，高速公路 2 个，过江通道 2 个，普通国省干线公路 1 个，港口项目 5 个。截至 2 月 13 日，浙江省共有 39 个重点项目复工。

2 月 14 日，五部委联合发布《关于进一步加快上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，长三角一体化进程有望加速。2019 年 12 月，国家发改委密集批复了东部地区多个轨交及高铁建设项目；2019 年，《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025 年）》规划项目获批，涉及投资额 3786 亿元。与此同时，《合肥市城市轨道交通第三期建设规划（2019-2024 年）》也正在报批评估中，建设项目包括 2 号线东延、3 号线南延等 6 条线路，这些线路将与 1-5 号线组合成合肥市轨道交通网络体系，缓解主城区成熟客流走廊交通压力，总长 149.11 公里，总投资额达 1031.47 亿元。

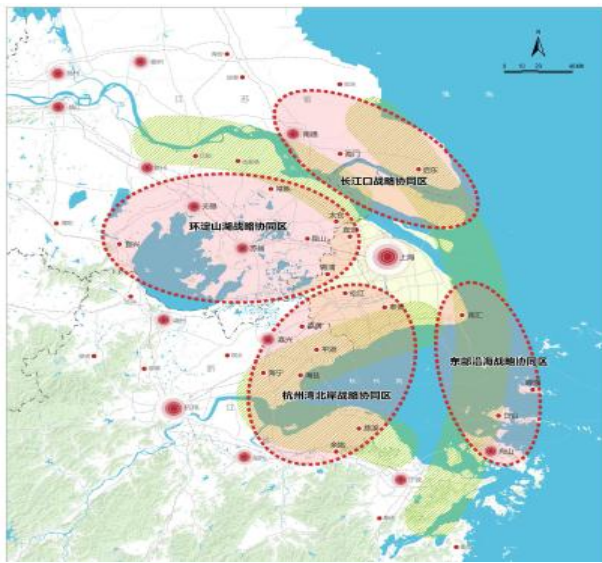
我们认为华东区域经济最为发达，近几年来水泥需求增速一直领跑全国，而在稳增长基建项目带动下，基建需求也有望继续展现弹性。

表 5: 2019 年 12 月份以来轨交项目获批提速，且主要集中在东部地区

序列	项目	投资规模
1	重庆市城市轨道交通第三期建设规划（2018 至 2023 年）	281.32 亿元
2	调整济南市城市轨道交通近期建设规划（2015-2019 年）	229 亿元
3	调整杭州市城市轨道交通第三期建设规划（2017-2024 年）	955.2 亿元
4	上海市城市轨道交通第三期建设规划（2018-2023 年）	2982.48 亿元
5	广西北部湾经济区城际铁路建设规划（2019-2023 年）	517 亿元
6	新建西安至延安铁路可行性研究报告	551.6 亿元
7	江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025 年）	江苏段投资约 2180 亿元，安徽段投资约 137 亿元
8	武汉市城市轨道交通第四期建设规划（2019-2024 年）	1469.07 亿元
9	调整北京市城市轨道交通第二期建设规划（2015-2021 年）	新机场线 318.6 亿元，平谷线 639.3 亿元，CBD 线 127.5 亿元，冬奥支线 48.9 亿元
10	苏州轨道交通第三期建设规划（2018-2023 年）	950 亿元
11	郑州市城市轨道交通第三期建设规划（2019-2024 年）	1138.94 亿元
12	长春市城市轨道交通第三期建设规划（2019-2024 年）	711.37 亿元
13	沈阳市城市轨道交通建设规划（2019-2024 年）	约 700 亿元
14	成都市城市轨道交通第四期建设规划（2019-2024 年）	1318 亿元

数据来源：政府官网，国泰君安证券研究

图 10 长三角战略协调区图



数据来源：上海 2035 城市总体规划，国泰君安证券研究

图 11 环杭州湾大湾区总体布局



数据来源：政府官网，国泰君安证券研究

2.2.3. 华南地区：粤港澳大湾区提升需求潜力

我们注意到华南区域在 2019 年上半年受雨水天气影响，产量出现负增长；而 9 月后随着天气好转，区域需求大幅反弹，我们判断 2020 年华南区域在粤港澳大湾区建设推动下，需求有望继续好转。

粤港澳大湾区是由香港、澳门两个特别行政区和广东省的广州、深圳、珠海、佛山、中山、东莞、惠州、江门、肇庆九市组成的城市群。我们观察到 2019 年初，国务院已经批复粤港澳大湾区规划，2020 年大湾区

建设有望逐步提速。

与世界级大湾区相比，粤港澳大湾区在基础设施特别是交通运输方面还存在着明显短板。在加快大湾区建设的过程中，我们认为，交通建设尤其是轨道交通的发展能够有效促进内部资源互联互通，在城市群的建设与发展中将发挥核心作用。截止 2020 年 1 月，粤港澳大湾区在建重大基建项目总额已超千亿元，我们判断随着粤港澳大湾区规划出台和一系列重大工程的开工，基建投资有望继续攀升。

表 6: 粤港澳地区合作政策不断明确

年份	详细内容
2008	发改委发布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》
2010	粤港澳三地政府联合制定《环珠三角宜居湾区建设重点行动计划》
2015	2015 年 3 月，发改委、外交部、商务部发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，提出打造粤港澳大湾区 2015 年 9 月，国家发改委发布《关于在部分区域系统推进全面创新改革试验的总体方案》
2016	国务院发布《“十三五”规划纲要》，要求推动粤港澳大湾区和跨省区重大合作平台建设 广东省政府工作报告提出“联手打造粤港澳大湾区”等内容
2017	2017 年 3 月，政府工作报告中提出要推动内地与港澳深度合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势。 2017 年 7 月，国家主席习近平在香港签署《深化粤港澳合作 推进大湾区建设框架协议》
2018	3 月，政府工作报告要求 2018 年出台实施粤港澳发展规划；香港地区行政长官林郑月娥赴大湾区深圳、中山、珠海三市考察，为落实即将出台的粤港澳大湾区发展规划做准备。
2019	2019 年全国民航工作会议召开，会上强调 2020 年将开展长三角、粤港澳大湾区世界级机场群战略规划编制。 林郑月娥表示，会争取在 1 至 2 个月内得到中央批准和同意，公布粤港澳大湾区的规划纲要，有望在春节后至三月中旬期间出台。
2019	人力资源社会保障部与广东省政府在广州签署《深化人力资源社会保障合作 推进粤港澳大湾区建设战略合作协议》 主要着眼建通道、强弱项、扬优势、搭平台四方面。

数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

表 7: 粤港澳大湾区重要在建或立项基建项目

名称	竣工时间	详细内容
深中通道	2024	深中通道是连接广东省深圳市和中山市的大桥，是世界级超大的“桥、岛、隧、地下互通”集群工程，全长 24 千米，总投资 500 亿元。
虎门二桥	2019 年上半年	虎门二桥项目是粤港澳大湾区核心区新的重要过江通道，项目批复概算 111.8 亿元，工程主线均采用桥梁方式，设置跨江特大桥两座。建设规模宏大、技术复杂、意义深远，建成后将成为世界上跨径最大的钢箱梁悬索桥。

赣深高铁	2021 年	赣深高铁北起江西省赣州市赣州西站，向南途经广东省的河源、惠州、东莞、深圳，于深圳市接入终点深圳北站，正线全长 436.37 公里，总投资 641.3 亿元。
广汕高铁	2021 年	广汕铁路是联络广州、惠州、汕尾等市的一条高速铁路，已于 2017 年正式开工建设，线路总长 206.2km，工程投资估算总额 432.1 亿元。
深茂铁路	2023 年	深茂铁路，位于广东省南部沿海地区，东起深圳机场东站，途经东莞虎门、广州南沙、中山、江门、阳江，终于茂名站，是连接珠三角核心城市与粤西地区的第一条快速铁路。全长为 381.5 公里，总投资 290 亿元。
广中珠澳高铁	未开工	广中珠澳城际轨道项目由广州、中山、珠海三市共同谋划，从广州琶洲引出，经南沙、中山市民众、沙溪、板芙、三乡至珠海横琴，全线长约 152.6 公里，预估算投资约 366 亿元。
黄茅海跨海通道	未开工	项目总投资 111 亿元，将与已通车的港珠澳大桥、虎门大桥，建设中的虎门二桥等，共同组成粤港澳大湾区重要跨江通道，预计澳门至江门广海湾缩短里程 18 公里，珠海高栏港经济区至江门广海湾缩短里程 30 公里。

数据来源：各省发改委网站，国泰君安证券研究

2.3. 稳地产，政策有望逐步松绑

2 月 12 日，无锡、西安、南昌、上海、浙江等超过 10 个省市相继推出了各类涉房支持政策，涉及暂缓土地出让金、暂缓贷款偿付等多个维度；我们地产团队判断为了稳定楼市和经济增长，从短期到长期的政策出台将会以货币政策先行、行政政策在中、非标放松殿后的渐进式宽松。

2019 年下半年，我们已经观察到竣工端需求的复苏，但疫情加剧了房企短期的资金压力，我们判断房屋竣工复苏需求或延后至下半年。

表 8：各省市涉房支持政策

省市	时间	政策内容
江苏无锡	2020 年 2 月 12 日	纳税申报及税款缴纳最长可延期 3 个月；受疫情影响缴纳房产税、城镇土地使用税有困难的可申请减免；长租公寓可申请服务业企业纾困专项资金补助；预售资金可跨一个节点申请提前拨付重点监管资金；到期还款困难的企业可予以展期，2020 年 6 月 30 日前到期、贷款期限在一年以内的贷款落实无还本续贷；预售部分完成 25% 以上投资即可申请预售；可申请延迟交地和延期缴纳出让金，已开发的项目可申请延迟缴纳城市基础设施配套费；开竣工时间可相应顺延；租赁房屋属于国有资产的中小企业，免收 1 到 3 个月资金。
陕西西安	2020 年 2 月 12 日	分期缴纳土地出让价款，新出让土地起始价 20% 为竞买保证金、出让合同签订 1 个月内缴纳 50%，其余可分期，期限不超过一年；顺延土地评估和规划条件有效期；未能按期交地、动工、竣工的，疫情防控期间不计入违约期；土地成交后，用地单位缴纳

50%土地出让价款并出具承诺书后,预办理不动产登记制度;推行网上审批服务,支持企业复工复产;调整土地出让方式为网上挂牌方式。

江西	2020年2月12日	增加银行信贷额度,加大放款力度,加快放款时间;对运营出现困难的房企适度延期还款时间;税金延缓:2-6月份的税金分别延缓3个月缴纳,对土地使用税、房产税给予适当减免,企业所得税汇算清缴延期至6月30日;对因新冠疫情复工受影响的地产企业,援引不可抗力的条款,准予延迟交房,政府出具同意延迟交房的证明;因疫情原因延期的,采用网络拍卖等形式,尽快恢复出让;降低拍卖保证金比例,放宽土地款支付节点。
江西南昌	2020年2月12日	已成交的土地签约和出让金缴纳可延期;允许延期开竣工,不超过6个月;新出让土地调整土地出让竞买保证金比例为20%,新出让土地调整出让金缴纳期限:签订1个月内50%,其余商住6个月,其他12个月。
上海	2020年2月12日	调整土地价款缴付方式和期限;顺延开竣工和投达产履约时间。
浙江	2020年2月12日	土地成交签约和出让金缴纳可延期;房企交地、开工、竣工可延期;推行网上审批服务,支持企业复工复产。
深圳	2020年2月12日	可申请延长公贷期限,放宽公贷申请缴存条件,逾期还贷不影响个人征信,延长购房提取票据有效期。
安徽	2020年2月12日	加速房查、网签网备;加大人才落户激励,给予符合人才落户群体购房补贴或者贴息政策;降低按揭首付比例;降低二手房交易税费,减免交易契税,增值税从5%下调至2%等。
江苏苏州	2020年2月13日	调整土地价款缴付方式和期限,延期缴纳土地出让金;顺延开竣工和投达产履约时间;疫情期间,对企业土地租金适当减免等。

数据来源:各省市地产协会网站,国泰君安证券研究

3. 复工展望:水泥有望领跑周期

我们认为水泥产能可随时关停且产品不可库存,短腿产品对点状需求复苏最为敏感,若后面出现赶工需求,则水泥的弹性将会是周期品中最好的。我们了解目前华东中南库位在60%左右,华北则仍处于传统淡季大部分错峰,由于差异化错峰政策实施及环保力度加强,错峰秩序反而较18年有所好转。

此外,从供给侧的角度来看,我们认为2019年“巢湖事件”更验证了未来水泥环保的发展趋势,水泥产品有望逐步向特许资源品的方向逐步转变,优质水泥资产、优质矿山的资源化趋势将会越发凸显,水泥核心资产的价值有望重估。

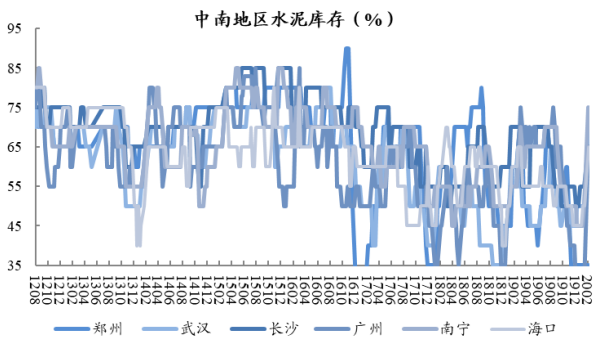
另外从中长期来看,根据发达国家的经验,城镇化进程及人口流入将会有效支撑水泥需求。我们判断京津冀、粤港澳和长三角三大经济区未来仍将是人口流入的主要地区;而城镇化发展角度,按照目前的增速到达75%基本完成大规模城镇化建设,至少要到2030年后,未来10年需求无断崖式下跌的风险。

3.1. 水泥有望继续领跑周期

从近几年周期品量价反应的情况看，水泥盈利一直领跑周期，凸显其独特产品特性及供需格局。我们认为在当前情况下，与钢铁玻璃等行业不同，水泥基本没有库存，产线随时可开关及短距离运输的特性，使得水泥供给更加可控，价格也会保持相对稳定。

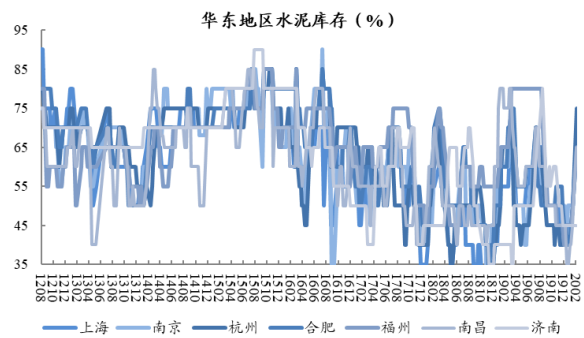
同时我们认为如果出现赶工需求，短腿的水泥产品对于需求复苏最为敏感，弹性也有望继续领跑周期。

图 12 中南地区水泥库存年初小幅上升



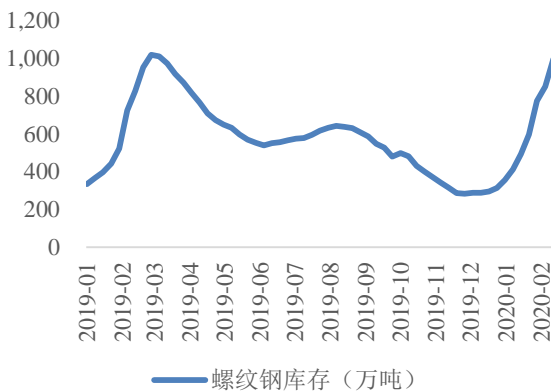
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 13 华东地区水泥库存年初小幅上升



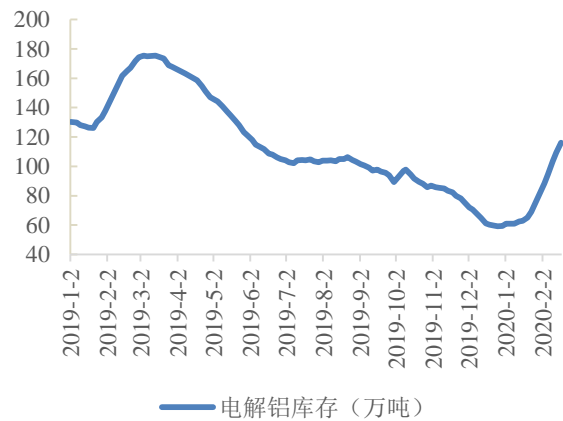
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 14 螺纹钢库存年初大幅上升



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 15 电解铝库存年初大幅上升



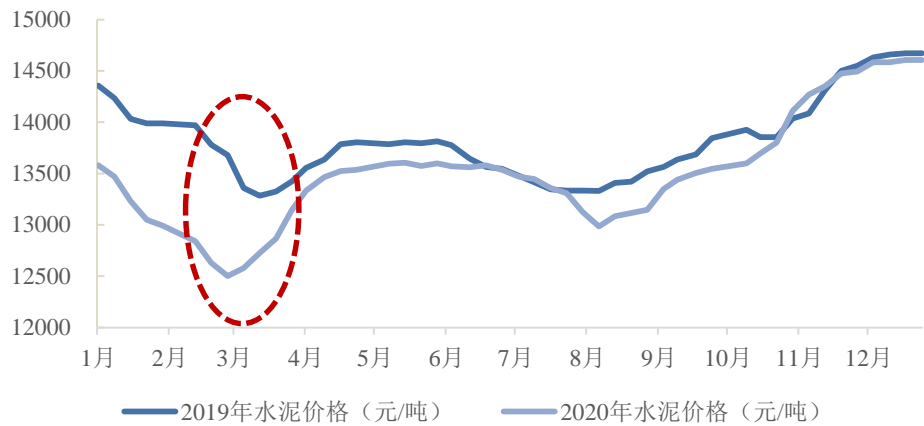
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

3.2. 疫情延迟市场需求，价格淡季下行属于正常行为

2月初，浙江、山东等地水泥价格下调 50-60 元/吨，我们认为属于正常淡季现象。我们观察到 2018-2019 年春节后，价格均有出现降价促销行为，并且在 3 月中旬左右恢复上涨。

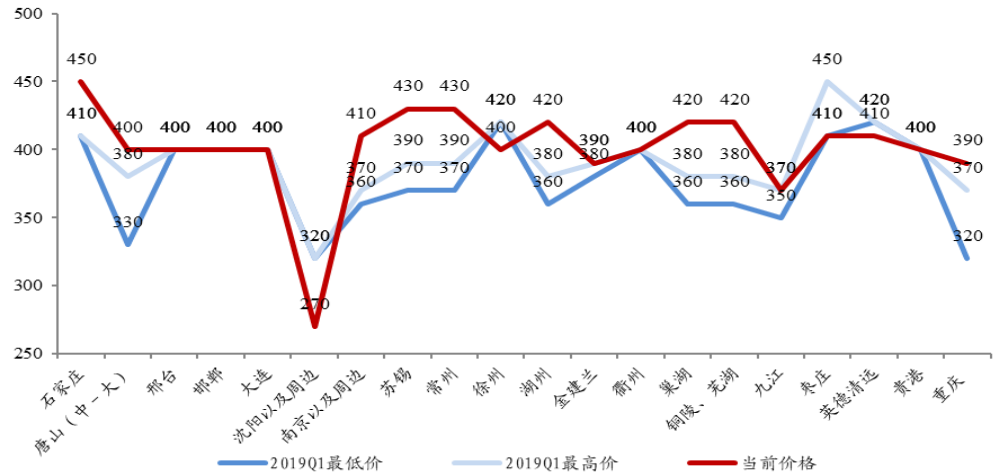
同时即使考虑此次降价后，价格仍较 2019 年同期 Q1 价格最高点依然高出 30-50 元/吨左右。我们预计市场需求启动后，水泥价格会逐步进入上升趋势。

图 16 2018、2019 年水泥价格开年促销皆于 3 月中旬实现价格反转



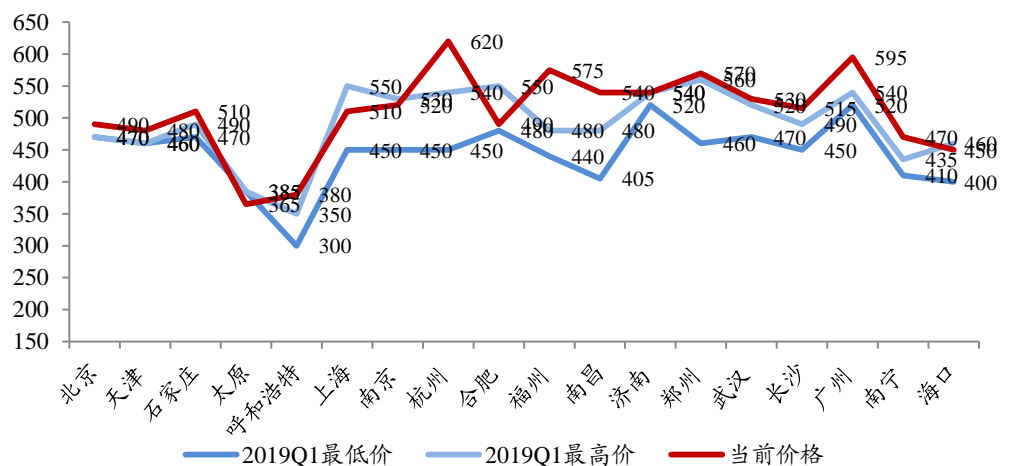
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 17 全国重点城市熟料价格与 2019 年同期水平对比 (单位: 元/吨)



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 18 全国重点城市水泥 (PO 42.5) 价格与 2019 年同期对比 (单位: 元/吨)



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

3.3. 环保有望成为主旋律，水泥逐步向特许资源品的角度演变

我们观察到围绕水泥行业的环保政策正不断呈现扩大化的趋势，一方面我们注意到近年来错峰停产环保限产的区域由北至南，由冬季扩展至夏季；另一方面，2019年底巢湖市因环保问题关停矿山，也预示着环保收紧后可能将会有一批景区、城市周边布局不合理的矿山、企业被关停，水泥逐步向特许资源品的角度演变，拥有优质矿山、优质孰料生产线资源的企业资源化的属性会越来越凸显，核心资产优势会越来越稳固。

2019年巢湖市政府推进巢湖风景区专项巡查，要求沿湖矿山禁止开采，皖维水泥、中材水泥、威力水泥等3家水泥企业停止生产。我们测算合肥市水泥产量为安徽省之最，其中巢湖产能约占合肥的50%，影响合计约1000万吨量，而安徽省孰料长期输出至江浙沪地区，我们判断巢湖关停生产线短时间内较难复产，或导致华东水泥旺季本就短缺的供给端缺口再次放大。华东供需仍将保持供不应求的态势；而大概率我们认为将加剧华东供需失衡的态势，2020年华东水泥价格有望继续超预期。

而错峰停产仍在继续，我们观察到从2016年冬季开始北方地区受环保推动出现错峰停产，2017年逐步扩大至整个三北地区，而2018年开始不仅山西等省市推出了夏季错峰，同时长三角流域也首次被环保部划为冬季错峰停产区域；水泥行业的环保约束仍在持续收紧。我们判断水泥行业错峰生产将继续深化，有望成为行业供给自律的重要常规手段，供给侧有望长周期收缩。

图 19 海螺水泥的矿山资源布局优势进一步突出



数据来源：国泰君安证券研究

图 20 小野田水泥大概率也将会被停



数据来源：国泰君安证券研究

表 9: 2019-2020 年全国各地区错峰生产计划

地区	省市	停产时间安排
东北地区	吉林	2019年11月10日至2020年3月31日
	辽宁	2019年11月1日至2020年3月31日，大连2019年11月5日至2020年

		4月5日
华北地区	黑龙江	2019年10月20日至2020年4月20日
	内蒙古	2019年11月15日至2020年3月15日
	山西	2019年10月1日至2020年3月31日
中南地区	湖南	各新型干法水泥熟料生产企业按照错峰停窑不少于40天（重点区域长株潭及岳阳、常德、益阳和衡阳市的企业不少于45天执行）
	河南	2019年11月1日至2019年12月31日,2020年2月1日至3月31日;
	陕西	2019年11月15日至2020年3月15日
西北地区	甘肃	2019年10月20日至2020年3月31日
	青海	2019年11月15日-2020年9月30日期间执行错峰生产，海西州水泥企业累计停窑时间120天，其余地区累计停窑时间5.5个月，计划外的停窑不计入错峰生产时间，连续半个月以上错峰停窑方可计入错峰生产时间
	新疆	和田2019年12月1日至2020年3月1日；喀什、克州2019年11月1日至2020年3月1日；阿克苏、巴州2019年11月1日至2020年4月1日，2020年5月1日至2020年6月1日；其他地州市2019年11月1日至2020年5月1日，2020年6月1日至2020年7月1日共7个月。
华东地区	山东	2019年11月15日至2020年3月15日
	浙江	春节期停产仍在35天左右。

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 10: 中央环保督查行动一览

时间	行动内容	详细
2017年2月15日起	环境保护部将会同有关省（市）于2月15日~3月15日开展2017年第一季度空气质量专项督查。	环境保护部由部领导带队，联合相关省（市）组成18个督查组，并分成54个小组同步开展督查工作，涉及督查人员260余人。
2017年4月24日起	第三批7个中央环境保护督察组于4月24日至4月28日陆续对天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州等省（市）实施督察	督察组共计与353名领导干部进行个别谈话，共计受理举报35523个，7省市已有4018人被问责。
2017年8月7日起	中央环保督查组对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆（含兵团）开展督察进驻	此批次环保督察共立案处罚10806家，罚款54759万元；立案侦查335件，拘留424人；约

	工作, 进驻时间约一个月	谈 4855 人, 问责 6471 人
2018 年 6 月 7 日起	中央环保督查组分两批共对 20 个省份实施环保督察“回头看”工作	第一批“回头看”督察组受理的 37640 件群众生态环境问题举报已基本办结, 10 个省份罚款 7.1 亿元, 约谈 3695 人, 问责 6219 人; 第二批“回头看”督察组受理群众举报 38133 件, 截至 12 月 6 日, 各地已办结 26873 件, 罚款 2.1 亿元, 约谈 1804 人, 问责 2177 人。
2019 年	第二轮中央生态环境保护督察	统筹开展重点区域大气污染防治、集中式饮用水源地环境保护、打击固体废物及危险废物严重违法行为等强化监督

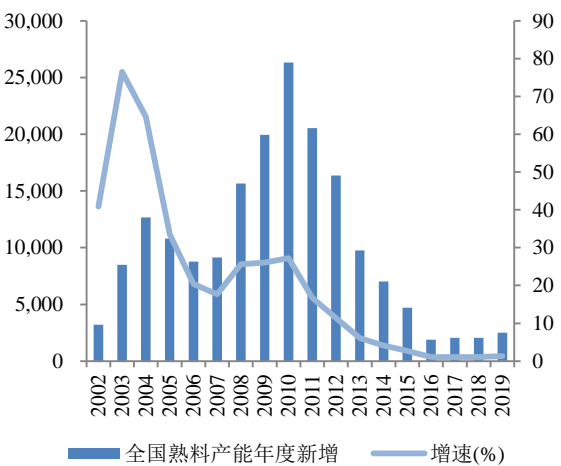
数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

3.4. 2020 年新增产能冲击尚无悬念

据数字水泥网统计, 2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条, 新点火熟料设计产能 2372 万吨/年, 同增 1.2%, 与 2018 年基本持平。分区域看, 2019 年新增产能主要集中在中南及西南地区, 核心区域无新增压力(资源环境批文等限制)。

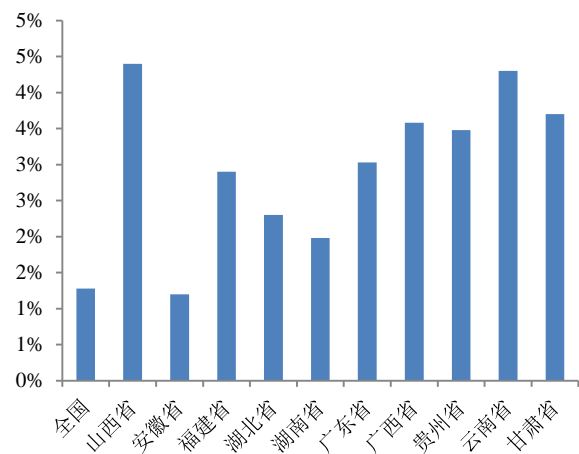
同时根据数字水泥网判断 2020 年预计新点火熟料产能在 2500 万吨左右, 总体产能新增约 1.3%, 冲击有限。分区域看, 新增产线则主要集中在两广及中南。广东省新点火熟料生产线 1 条, 年产能达 310 万吨; 广西新点火熟料生产线 2 条, 年产能分别为 155、124 万吨; 湖南、湖北分别新增 1 条新点火熟料生产线, 年产能均为 155 万吨。

图 21 2019 年水泥熟料新增产能与 2018 年基本持平



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 22 2019 年新增产能主要集中于中南地区



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

3.5. 中长期水泥看城镇化及人口, 需求平台期可能到 2030 年

我们认为站在中长期发展角度看, 参考欧美日各国的发展经验, 水泥需求的起落与城镇化进程与人口增长高度相关。欧美发达国家经验看, 当城镇化程度达到 75% 后, 水泥需求将见顶; 而人口变动将会对当期水泥需求产生明显的影响。我们认为按照此经验, 我国达到 75% 的城镇化水平至少要到 2030 年, 同时京津冀、长三角、粤港澳三大区域未来将成为新增城镇人口流入的主要地区, 需求将有望继续领跑全国, 水泥需求无

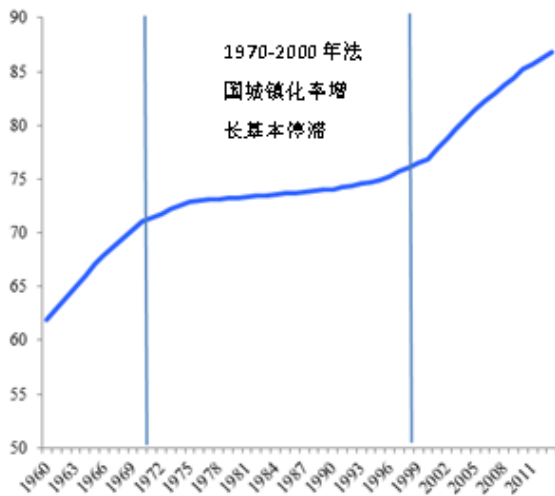
断崖式下跌的风险。

我们注意到中国的城镇化率 2018 年仅有 59.58%，距离日本、法国人均水泥需求量到达峰值时的城镇化率 75% 左右还有很大差距。中国 2003-2018 年，年均城镇化率上升 1.3% 左右，如果以相同增速水平估算，中国至少需要到 2030 年左右才达到 75% 城镇化率水平，中国水泥需求的平台期可能比市场想的要长。

而从区域需求的角度，我们研究表明人口迁移与水泥需求量息息相关，以东北区域为例，2014 年开始东三省人口开始出现大幅流出并一直持续，同期水泥需求量也开始出现断崖式下跌，截至到 2018 年东北水泥产量只达到 2014 年的一半水平。而珠三角区域，我们观察到 2000 年后有明显三波人口流入、再流出、再流入的波动，同期水泥需求量也出现明显的增长及增长放缓变化。

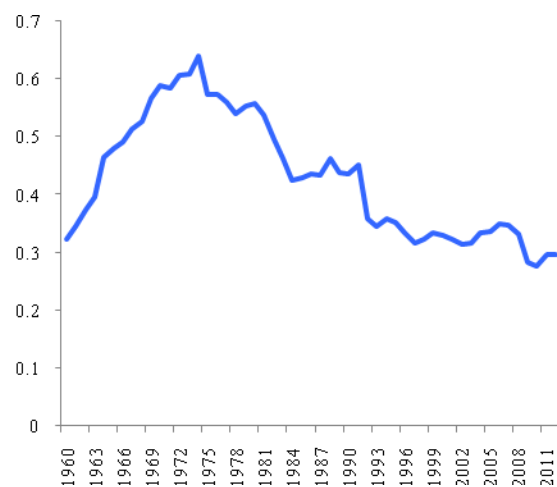
2019 年 4 月初，国家发改委制定并发布《2019 年新型城镇化建设重点任务》，确定京津冀、长三角、粤港澳三大都市圈处于优先建设地位。从人口流入的角度来看，在城镇化趋势下，未来人口有望持续加速向三大核心城市圈移动，土地要素释放下当地城镇化建设强度也将有望持续景气。

图 23 城镇化达到瓶颈是法国 GDP 1970 年后增速放缓的重要原因 (%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

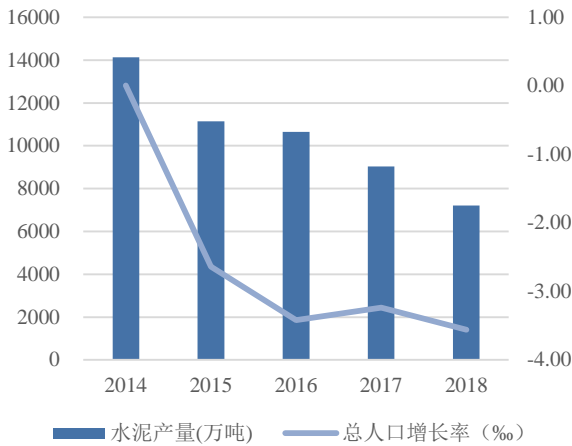
图 24 法国水泥人均消费量 1974 年达到 0.64 吨的峰值



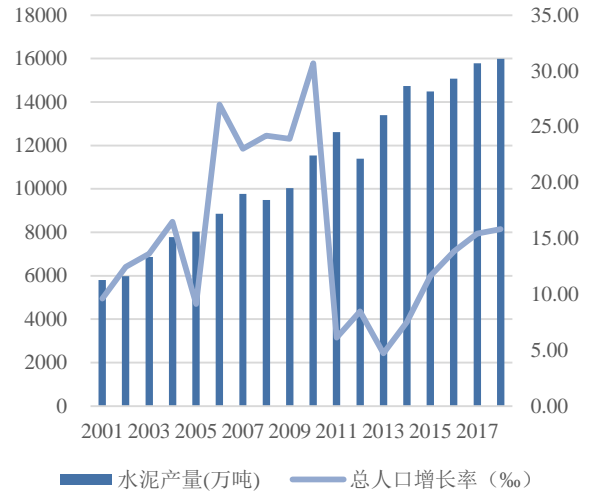
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 25 东北地区水泥产量大幅下降

图 26 珠三角 2000 年以来出现人口流入流出再流入变化，水泥需求量变动也较为一致



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 玻璃板块: 疫情或导致供需错配

我们认为疫情导致玻璃小企业库存累积至高位, 且原燃料供应紧张, 产能、布局占优的龙头企业影响相对较小; 沙河、湖北企业或因此而提前放水冷修, 可能会造成下半年旺季的供需错配, 玻璃价格有望展现弹性。长期来看, 供给端, 环保仍有望成为落后产能出清的抓手, 同时龙头企业对于行业的收购也有望开始, 行业集中度有望提升。

4.1. 疫情或导致供需错配, 看好下半年市场

我们观察到玻璃行业 2019 年形成了“V 型”反转的格局, 下半年在地产需求抬升背景下量价齐升, 这也导致春节前多数厂家看好后市, 主动累积库存。由于玻璃生产线需要连续化生产, 而受此次疫情影响各区域运输受限, 下游需求复苏慢于往年, 我们观察到目前玻璃产业库存已经达到近年最高位, 部分厂家已经开始被迫限产。

我们认为现阶段玻璃产业库存压力较大, 不断消耗现金流, 若疫情发展到三四月份, 预计部分厂家会减产或提前冷修。此外, 我们判断房地产政策可能会逐步放松, 压制的需求可能在下半年释放, 而玻璃生产线一旦关停后, 恢复生产需要 3-6 月, 可能会出现供需错配, 玻璃价格有望下半年反弹。

图 27: 2020 年初北京地区玻璃价格持平



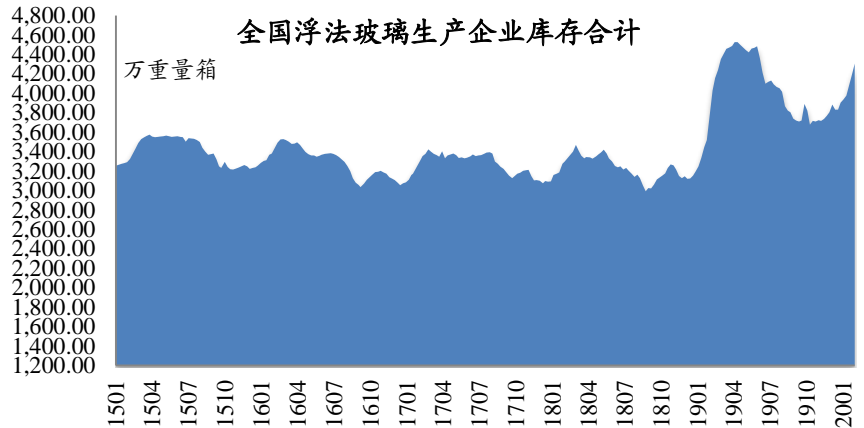
图 28: 2020 年初上海地区玻璃价格下降



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

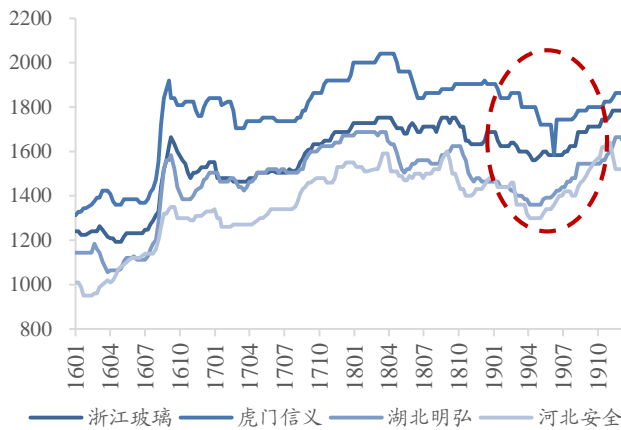
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 29: 重点联系浮法玻璃企业月度库存增加 (万重箱)



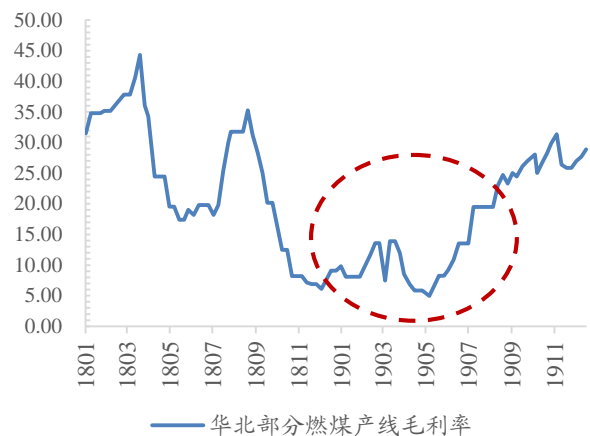
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 30: 玻璃企业盈利下半年转好 (元/重箱)



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 31: 沙河燃煤企业毛利率显著抬升



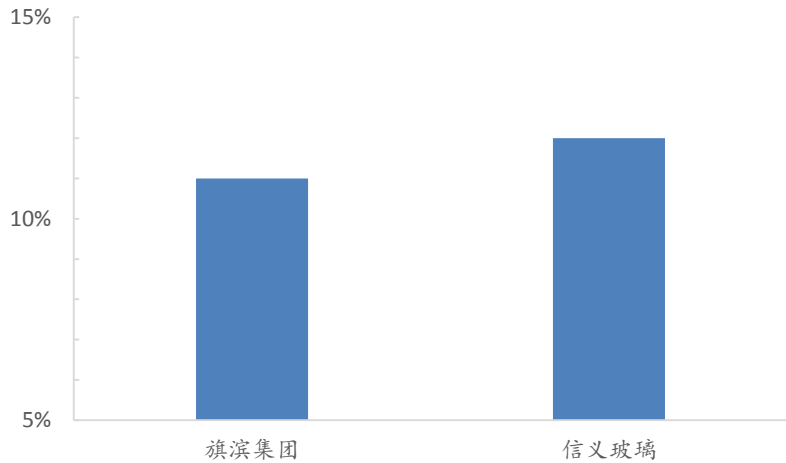
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

4.2. 2020 龙头企业收购可能加速

2018 年 1 月，为规范产能置换方案的制定及实施工作，化解产能严重过剩矛盾，工信部修订施行了《部分产能过剩行业产能置换实施办法》，新的产能置换规定：两年未运行，三年内没有运行一年，2021 年 1 月 1 号前允许产能置换，否则清零。

我们判断 2020 年的核心变化在于这部分僵尸产能在投产无望的情况下将会对外出售产能置换的指标，而龙头收购后，将会有利于头部企业扩大市场占有率与改善竞争结构。

图 32: 玻璃企业龙头市占率 2020 年有望继续提升



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

5. 其他建材板块：B 端建材继续“降维打击”，近看开工端，远看竣工端

我们认为对于消费品建材而言，本身一季度就是淡季，我们依然维持 2020 年 B 端建材加速扩容之年的判断不变。B 端建材品种对于 C 端品牌的“降维打击”依然持续。同时我们认为需要重视的变化在于功能性建材有望快速的由分散到集中，议价能力或边际大幅度改善。2019 年下半年，我们已经观察到竣工端需求的复苏，但疫情加剧了房企短期的资金压力，我们判断房屋竣工复苏需求或延后至下半年。当前时点，我们认为竣工品种仍为地产销售预期带动的估值修复。

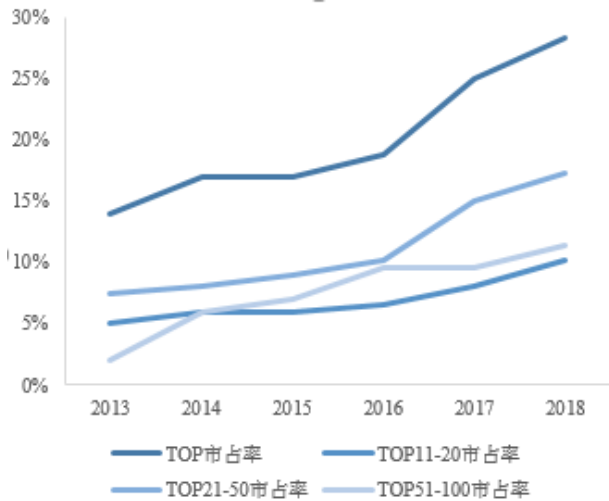
5.1. 变革中成长，B 端渠道的降维打击将继续

我们在 2019 年行业大趋势判断的报告《专题深度：变革中成长，之渠道“降维打击”》中提到传统建材产品正在经历两种杠杆效应：1. 地方政府与地产商对中央精装修政策执行推动更进一步的“杠杆”；2. 精装边际渗透市场与品牌建材目标市场高度重合带来的“杠杆”，导致品牌消费建材的有效流量正在加速向 To B 的集采环节集中。同时，装修整包（包括二手房）趋势下，消费者的决策权也会相当程度向装修公司转移。

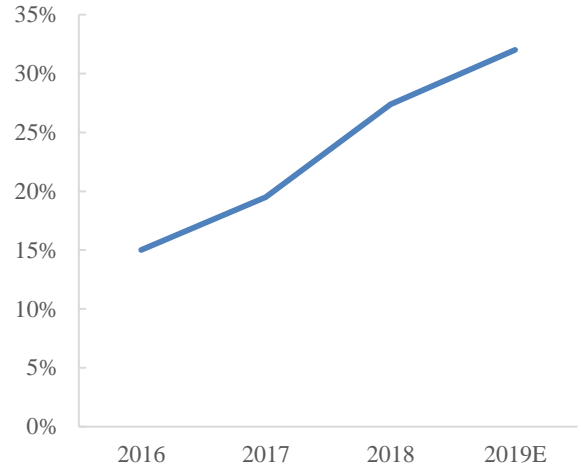
我们判断受此影响，B 端市场空间 2020 年将进一步加速扩容。同时零售端对于品牌建材家居企业依然具有重要的意义，但对传统的经销及门店网络而言颠覆性的变革已来，功能性建材的议价能力或边际大幅改善，渠道的“工程基因”至关重要，B 端功能性建材有望实现快速由分散到集中，按照这个逻辑链条，我们认为赛道最佳的是东方雨虹及港股的中国联塑，继续推荐。其他 B 端建材品种推荐帝欧家居、蒙娜丽莎、三棵树。

图 33：地产行业集中度明显提升

图 34：精装房比例近年快速提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



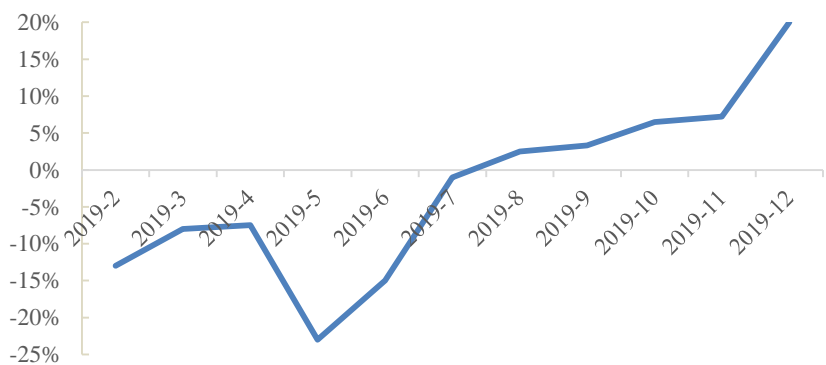
数据来源: 奥维云网, 国泰君安证券研究

5.2. 竣工端: 疫情导致产能释放延后, 下半年后旺季望展现弹性, 推荐低估值品种

我们观察到从 2019 年 8 月开始竣工面积单月增速开始转正, 并连续好转, 叠加 11 月开始石膏板部分地区 (湖北湖南) 的高端产品涨价 (纸价上涨推动), 给予竣工端品种较强的催化。同时我们也观察到 2019Q4 钢铁、玻璃、电解铝等中观大宗商品需求大幅度抬升, 或证明地产施工端需求开始明显复苏。

当前时点, 我们认为疫情加剧了房企短期的资金压力, 房屋竣工复苏需求或延后至下半年; 竣工品种仍为估值修复, 竣工端品种首选低估值估值修复北新建材。

图 35 竣工端数据 2019 年 8 月开始转正



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

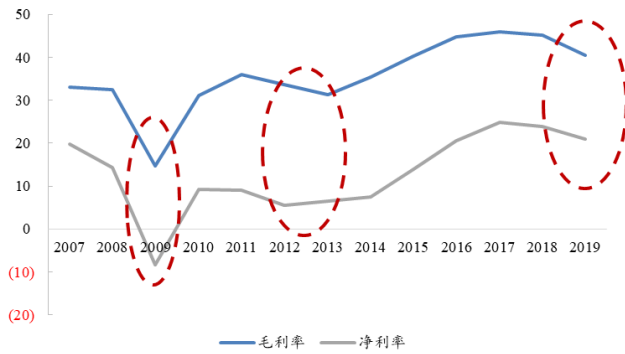
5.3. 玻纤板块: 疫情结束后需求预期乐观

我们认为疫情对玻纤行业的影响主要体现在原材料供应以及下游复工两个层面, 一是运输受限, 原材料供应紧张, 但是我们判断大企业由于矿山自有, 基本可以满足自身需求; 二是玻纤下游需求观察, 覆铜板企业在开工, 市场需求正常; 增强材料, 大的复材厂处于刚开工或者半开工的状态, 小企业还处于劳动密集型, 尚未开工, 我们判断当前企业盈

利压力并不显著。

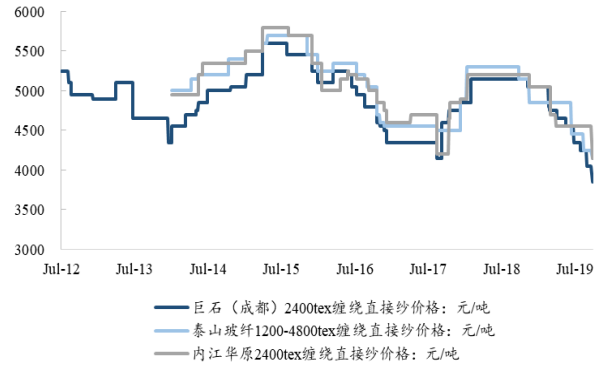
我们认为玻纤与 MDI、汽车玻璃以及硅片产业有着相似的行业视角，玻纤龙头中国巨石与万华化学、福耀玻璃、隆基股份核心财务指标可媲美，且皆以行业最优势成本输出高品质差异化产品服务，并开启全球化成长之路，其核心资产逻辑胜于行业趋势逻辑。我们认为随着智能制造的加深、全球化的推进以及“两材合并”的深化，中国巨石中长期有望实现由全球玻纤龙头向综合性复合材料巨头的跨越。

图 36: 本轮周期底部中国巨石盈利能力明显提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 37: 中国巨石调价机制引领市场



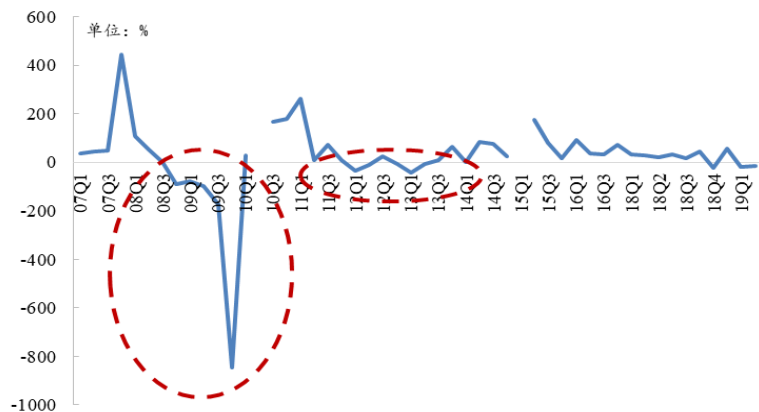
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 38: 测算 2020 年行业新增产能基本消化完全, 行业再至供需平衡点

	2009	2014	2018	2014-18年复合增速	2019E(保守)	2019E(中性)	2019E(乐观)	2020E(保守)	2020E(中性)	2020E(乐观)
建筑业	44.2	68.1	71.0	1.0%	71.0	73.1	74.6	70.0	72.1	73.5
交通	32.8	45.1	76.0	13.9%	79.6	81.7	84.5	85.8	88.2	91.5
工业(电子电器、防腐等)	26.2	42.6	58.0	8.0%	62.7	63.7	65.1	67.9	68.8	70.0
风电	7.3	17.3	26.0	10.7%	30.4	31.7	33.1	33.6	34.2	34.8
其他	15.7	30.3	93.0	32.3%	100.1	107.2	114.3	117.9	128.6	139.4
国内玻纤及制品销量	126.2	203.5	324.0	12.3%	343.7	357.4	371.6	375.2	392.0	409.3
国内玻纤及制品出口		129.0	164.0	6.2%	170.0	174.1	180.0	180.0	184.9	190.0
国内玻纤及制品进口		25.0	20.0	-5.4%	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
国内总需求	205.0	308.0	468.0	11.0%	493.7	511.5	531.6	535.2	556.9	579.3
国内年末总产能		348.0	504.0	9.7%	529.0	529.0	529.0	554.0	554.0	554.0

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 39: 2008-09 年及 2012-13 年行业景气下行分别持续 15 个月及 24 个月



数据来源：wind，国泰君安证券研究

6. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内大幅上涨将影响水泥企业的盈利能力。

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		