

2020年09月28日

建材 18 年或重演，布局“新开工”，警惕“弱竣工”

看好

——2020年四季度建材行业投资策略

相关研究

证券分析师

戴铭余 A0230520010001
daimy@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

刘爽 A0230119080001
liushuang@swsresearch.com

联系人

刘爽
(8621)23297818×转
liushuang@swsresearch.com

本期投资提示：

- 有别于当前市场的主流观点 - 四季度起房地产竣工将快速反弹，我们认为“三道红线”将打乱房地产的施工节奏，新开工超预期和竣工低于预期将成为四季度左右市场基本面判断的预期差，2018年在建材行业发生的故事或在2020年Q4和2021年Q1重演。

重要信息回顾：

- **2018年融资收紧直接造成“强开工，弱竣工”，2B企业杀估值。**2018年房地产施工链发生的故事本质是资金问题：（1）新开工为何高增？通常而言房地产的资金来源主要可分为销售回款、银行贷款、债券、非标和供应链融资/占款；从这个角度看，新开工的超长景气周期亦不难解释，2018年起房地产融资资金环境大幅收紧，为维持周转，房地产企业不得不提升对其他资金来源的依赖度，权重所在的销售回款首当其冲，“预售制”回款机制下，作为达到预售的前提条件，新开工处于不得不高增的境地。（2）建筑工程投资和竣工面积增速为何负增？房地产的资金投向看，主要可分为拿地 and 施工，15年牛市的后遗症是新一轮房地产牛市，2017年房地产的拿地力度加大使得2018年房地产企业的土地购置费居高不下，在到位资金增量约束的背景下，可用于施工的资金高度短缺，直接导致了建筑工程投资和竣工的迟到。在这种背景下水泥具备明显超额收益、玻璃跑输、2B企业杀估值。
- **房地产“三道红线”或使建材18年重演。**（1）基本面：我们认为，如果房地产“三道红线”正式实施，将再次影响房产系统性施工节奏，为达到要求，房企将优先降杠杆，短期加速回款并削减支出是大概率事件，预计推盘和供应链融资将成为这一轮去杠杆的主要资金增量，而支出端拿地将回落，建筑工程投资的额度也将受到约束。我们预计相对优质的房企也需要半年左右去实现报表修复，这将直接导致后两个季度的新开工超预期，而竣工修复的节奏或进一步延后。（2）预期面，当下外部不确定性和货币信用环境预期波动将持续影响市场，拉长视角看，随着全球经济的负面因素淡化，财政政策和货币政策的陆续退出预期也将逐渐出现，将间接造成我国流动性环境易紧难松，宏观环境叠加房地产供应链融资增加将对2B板块估值构成压力。
- **投资建议：参考18年末，配置低估值新开工品种，时刻准备高性价比周期成长股抄底机会（瓷砖板块）。**综合对四季度基本面和预期面的判断，我们认为，当下的板块配置可参考2018年末，优先选择两个方向：（1）**配置兼顾基本面环比向上和安全边际的板块。**水泥是绑定房地产新开工逻辑的低估值板块，基建需求短期向上趋势确定且今年拉尼娜现象所导致的超常规雨季使得前期部分需求被滞后，潜在旺季需求有望超预期，攻守兼备属性或成为四季度抱团方向，重点推荐华东水泥龙头**海螺水泥**、海螺的弹性衍生品种。（2）**估值消化能力强且现阶段性价比较高的周期成长股。**2018年给资本市场的教训不止是2B企业对资金环境的敏感性，更重要的是对细分行业龙头而言，逆势其实是其扩张最好的机会。尤其是对具有强业绩确定性的细分赛道龙头，在长期集中度提升逻辑无法证伪背景下，回调其实是长期视角的最佳战略配置机会。择时上，2B周期成长股估值弹性大，跌破合理估值区间的个股是首选标的。重点推荐重现“价值底”的**帝欧家居**，同时建议关注蒙娜丽莎、伟星新材、永高股份、北新建材、三棵树、坚朗五金、中国巨石。
- **风险提示：**外部不确定性升级、房地产融资监管引发系统性风险、基建投资低于预期。



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

我们认为，当下的板块配置可参考 2018 年末，优先选择两个方向：(1) 配置兼顾基本面环比向上和安全边际的板块。水泥是绑定房地产新开工逻辑的低估值板块，基建需求短期向上趋势确定且今年拉尼娜现象所导致的超常规雨季使得前期部分需求被滞后，潜在旺季需求有望超预期，攻守兼备属性或成为四季度抱团方向。(2) 估值消化能力强且现阶段性价比较高的周期成长股。2018 年给资本市场的教训不止是 2B 企业对资金环境的敏感性，更重要的是对细分行业龙头而言，逆势其实是其扩张最好的机会。尤其是对具有强业绩确定性的细分赛道龙头，在长期集中度提升逻辑无法证伪背景下，回调其实是长期视角的最佳战略配置机会。择时上，2B 周期成长股估值弹性大，跌破合理估值区间的个股是首选标的。重点推荐重现“价值底”的帝欧家居，同时建议关注蒙娜丽莎、伟星新材、永高股份、北新建材、三棵树、坚朗五金、中国巨石。

原因及逻辑

我们认为当下建材行业面临的情况和 2018 年极其类似。(1) 基本面：如果房地产“三道红线”正式实施，或影响房产系统性施工节奏，导致未来两个季度的新开工超预期和竣工修复节奏的进一步延后，这与 2018 年建材行业发生的故事高度相似。(2) 预期面：2018 年中美贸易摩擦加融资环境收紧贯穿始末，而当下外部不确定性和货币信用环境预期波动亦持续影响市场风险偏好，拉长视角看，随着全球经济的负面因素淡化，后续财政政策和货币政策的陆续退出预期也将逐渐出现，将间接造成我国流动性环境易紧难松，宏观环境叠加房地产供应链融资增加将对 2B 板块估值构成压力。

有别于大众的认识

有别于当前市场的主流观点 - 四季度起房地产竣工将快速反弹，我们认为，如果房地产“三道红线”正式实施，将再次影响房产系统性施工节奏，房企将优先降杠杆，短期加速回款并削减支出是大概率事件，预计推盘和供应链融资将成为这一轮去杠杆的主要资金增量，而支出端拿地回落，建筑工程投资的额度也将受到约束。我们预计相对优质的房企也需要半年左右去实现报表修复，这将直接导致后两个季度的新开工超预期，而竣工修复的节奏或进一步延后。

目录

1. 2020 年 Q4 和 2021 年 Q1 或重演建材 18 年	5
2. 申万“中周期”框架近年来行之有效.....	6
2.1 申万“中周期”框架简介	6
2.2 从“中周期”看，建筑工程投资和竣工为何迟到？	10
2.3 从“中周期”看，新开工为何持续高增？	11
3. “三道红线”或导致“强开工+弱竣工”再现	13
4. 配置新开工，时刻准备高性价比周期成长股抄底机会 ...	17

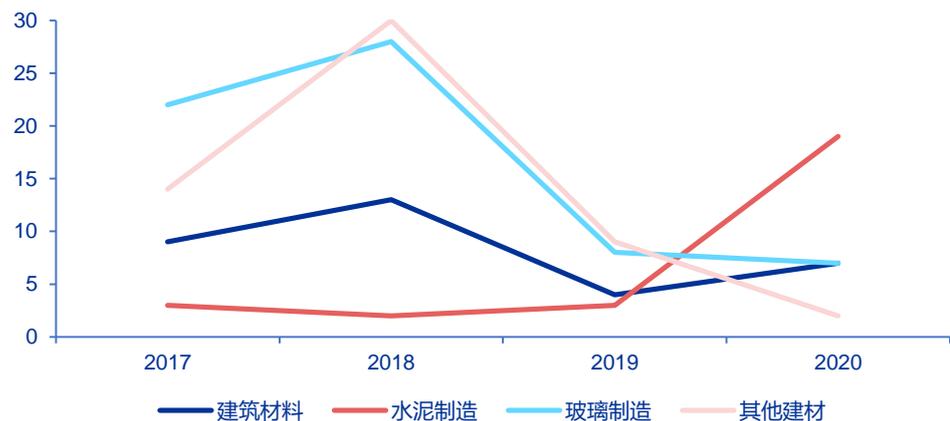
图表目录

图 1：2017 年至今建筑材料板块年度涨跌幅排名	5
图 2：建材行业子板块划分	6
图 3：申万建材“周期三重门”图解	6
图 4：建材子版块产业链相关性图解	7
图 5：房地产资金驱动力分析框架	8
图 6：新开工周期和建安投资周期带动水泥需求	9
图 7：建安投资向后传导带来竣工回升、玻璃需求回暖（单位：元/重量箱）	9
图 8：2018 年以来水泥、玻璃板块相对收益复盘（以 2018 年初为基准点） ...	9
图 9：2019 年房地产开发投资额拆分	10
图 10：2019 年房地产开发投资其他费用拆分	10
图 11：2016 年房地产经历了一轮牛市	11
图 12：土地成交价款相对土地购置费具有前瞻性	11
图 13：2017 年至今房地产到位资金投向拆分	11
图 14：2019 年房地产开发资金来源拆分	12
图 15：2017 年至今房地产到位资金来源拆分	12
图 16：2020 年以来西北地区水泥股累计收益显著跑赢（以 2020 年初为基准点）	13
图 17：2020 年玻璃板块累计收益显著跑赢（以 2020 年初为基准点）	14
图 18：当社会融资环境收紧时房企会将融资压力向上游供应链转嫁	16
图 19：2018 年货币信用环境明显趋紧	17
图 20：2018 年水泥具有超额收益，但却是抄底其他建材的最佳机会	18
表 1：头部地产商“三道红线”测算（单位：亿元，%）	15
表 2：重点公司估值表	18

1. 2020 年 Q4 和 2021 年 Q1 或重演建材 18 年

2017 年至今建材是个“闷声赚大钱”的板块。建材板块曾经一直被定为不起眼的周期行业，直至 2017-2019 年的水泥、2019 至今的部分消费建材股屡屡录得超额收益才使建材板块开始名声大噪。我们对 2017 年至今建材板块收益进行复盘，整体板块而言，其实并不那么显眼，在申万的 28 个板块分类中，2017 年、2018 年、2019 年，2020 年初至今建材板块的涨幅排名分别为第 9 名、第 13 名、第 4 名、第 7 名，总体属于中上区间。但若把建材拆分为水泥、玻璃、其他建材同剩余 27 个行业板块合并为 30 个行业重新进行排名，细分板块的表现则分化极大。2017 年、2018 年、2019 年，2020 年初至今水泥板块的涨幅排名分别为第 3 名、第 2 名、第 3 名、第 19 名；玻璃板块的涨幅排名分别为第 22 名、第 28 名、第 8 名、第 7 名；其他建材板块的涨幅排名分别为第 14 名、第 30 名、第 9 名、第 2 名；显而易见，若能择时选择正确的子板块进行投资，超额收益其实非常亮眼。

图 1：2017 年至今建筑材料板块年度涨跌幅排名



资料来源：Wind，申万宏源研究。注：坐标轴为各板块涨幅排名，数字越小代表排名越靠前。

我们开创的“中周期”分析框架对近几年细分板块的轮动逻辑进行了准确的演绎和预判。有别于 2017 年的板块涨幅由供给侧结构性改革主导，驱动力逻辑清晰明了。2018 年至今建材行业的研究较历史经验存在颠覆性，传统的粗旷式研究使市场上能准确把握建材子板块投资机会的机构少之又少。2018 年我们首次独家提出“新开工周期→建安周期→竣工周期”的房地产施工阶段分析框架，构建了“中周期”研究的雏形。从成果看，我们在 2018 年底、2019 年中、2019 年底先后发布了《基于地产施工效率回升的产业链投资机会》、《左还是右》、《竣工伊始》三篇策略报告，对细分板块的轮动逻辑进行了准确的演绎和预判。

展望 2020 年 Q4 和 2021 年 Q1，建材 18 年或重演。2020 年，我国乃至全球经济面临空前考验，错综复杂的宏观和行业政策环境同时也给建材行业未来的投资策略立下了

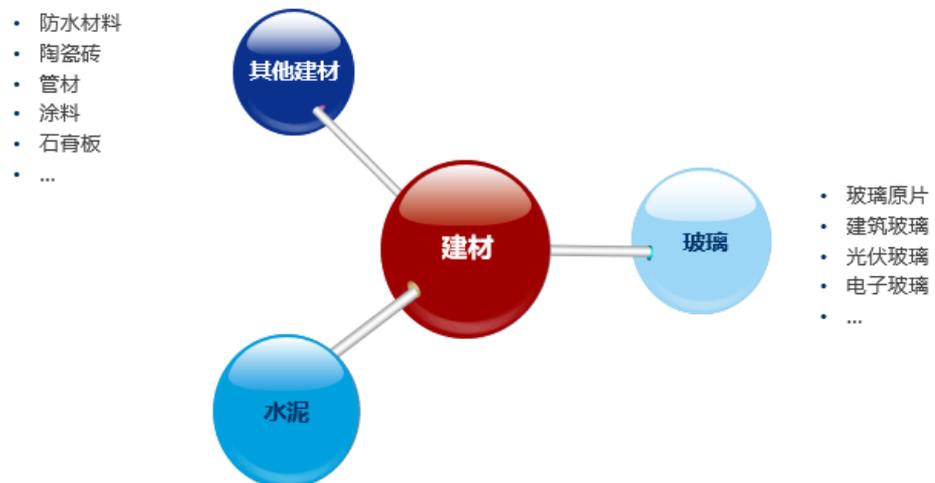
新的难题。有别于当前市场的主流观点 - 四季度起房地产竣工将快速反弹，我们认为当下的基本面和预期面环境和 2018 年似曾相识。“三道红线”将打乱房地产的施工节奏，新开工超预期和竣工低于预期将成为四季度左右市场基本面判断的预期差，而外部不确定性和供应链融资加码使得估值承压。

2. 申万“中周期”框架近年来行之有效

2.1 申万“中周期”框架简介

建材行业包括水泥、玻璃、其他建材三大板块，投资逻辑兼具周期性和成长性。其中权重所在的水泥、玻璃差异化小、资产属性重，基本面变化对总量级别的供需关系更为敏感，投资机会的判断重在周期性。其他建材板块虽然仍然属于房地产、基建产业链，具备一定周期性，但细分子行业集中度低且竞争格局存在一定差异性，相对而言个股集中度提升逻辑对基本面的主导性更强，投资机会的判断更加聚焦自身的成长性。

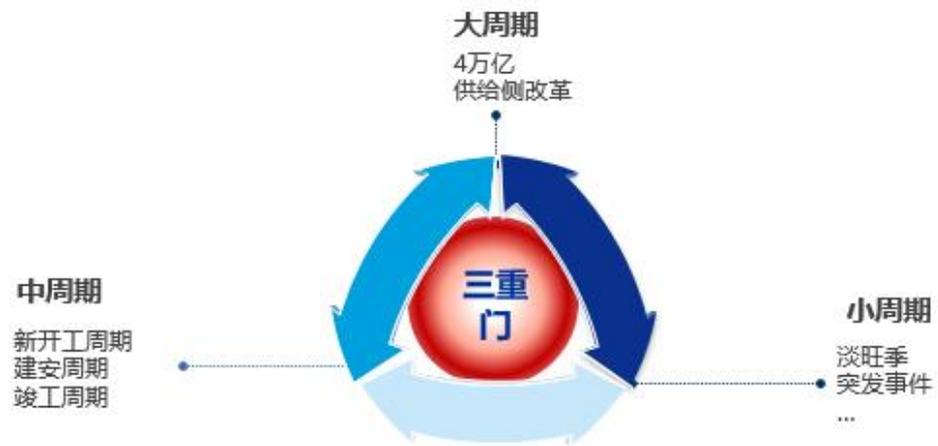
图 2：建材行业子板块划分



资料来源：申万宏源研究

基于水泥、玻璃、其他建材在周期性上的共生性，申万建材对子板块基本面的判断框架是“先自上而下，再自下而上”，即先判断周期性，再研究细分赛道或公司的成长性。而其中周期性投资机会的判断主要却决于“周期三重门”的把握：

图 3：申万建材“周期三重门”图解



资料来源：申万宏源研究

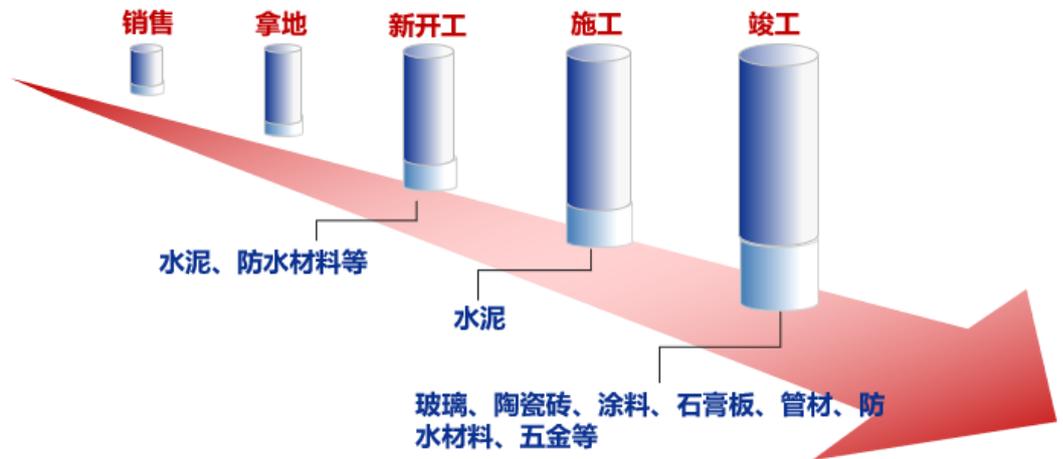
(1) 大周期：持续 1 年以上的大级别趋势行情，往往起始于政策转向带来的需求或供给的大幅变化，例如 2008 年底的 4 万亿、2015 年底的供给侧改革；

(2) 中周期：半年至 1 年维度的行情，期间投资机会更多取决于房地产的系统性施工阶段，这也是我们一直以来策略报告所关注的重点；

(3) 小周期：月度级别行情，边际变化取决于由宏观政策预期、突发事件以及季节性因素等变化而导致的板块配置性价比的变化。

“中周期”是我们一直以来基本面研究的权重所在，本质是通过对房地产系统性施工阶段的判断来把脉时点最优的建材投资品种。有别于大周期的低频性、小周期的弱波动或偶发性，中周期供需关系的变化更具有理论可测性。通常而言，在半年至 1 年长度的期限内，供给端的边际变化趋于稳定，而两大下游中基建作为对冲性政策，对需求的边际拉动亦波动不大，房地产端需求才是决定供需关系的关键。建材三大板块水泥、玻璃、消费建材的需求分别绑定房地产施工链中的中前期施工、后期施工和竣工，是故把握基本面投资机会的本质是通过对房地产系统性施工阶段的判断来选择期间具有超额收益的品种。

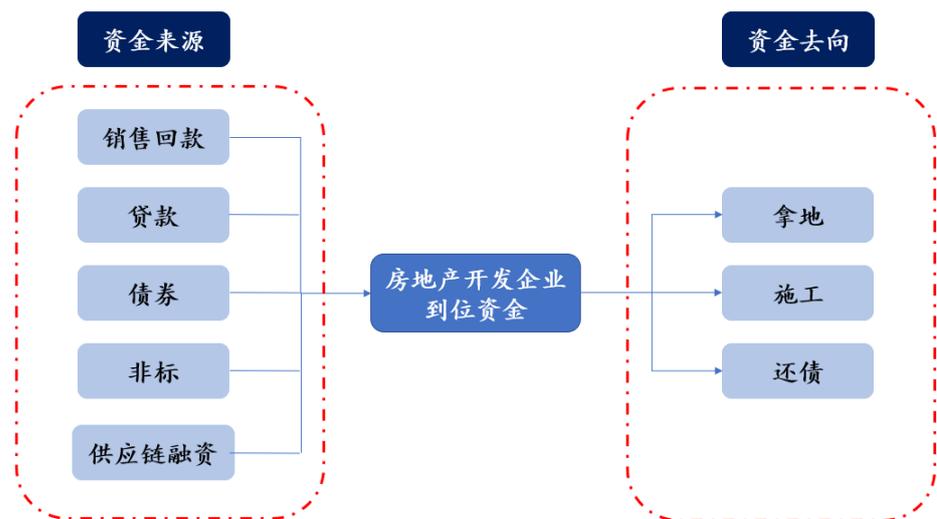
图 4：建材子板块产业链相关性图解



资料来源：申万宏源研究

判断房地产施工节奏变化的本质是研究房企对未来景气度预期和当下资金环境的化学反应的结果。2018年我们首次独家提出“新开工周期→建安周期→竣工周期”的房地产施工阶段分析框架，构建了“中周期”研究的雏形。一方面，新开工面积、建筑工程投资、竣工面积这三个指标能有效反应当前房地产的系统性施工阶段，我们将之列为印证指标。另一方面，更为前瞻的驱动力指标则要回归对资金和政策环境边际变化的判断，我们认为，判断房地产施工节奏变化的本质是研究房企对未来景气度预期和当下资金环境的化学反应下的结果，可以从房地产的资金来源和资金投向切入。

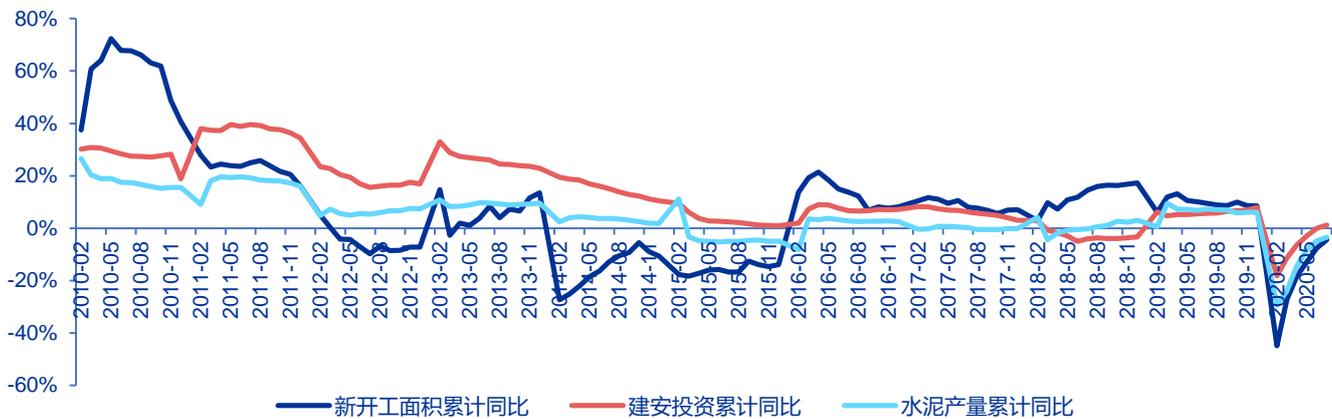
图 5：房地产资金驱动力分析框架



资料来源：申万宏源研究

基于上述申万建材“中周期”研究框架，近三年市场争论的板块行情其实非常简单：经历供给侧改革后，2018-2019年水泥依然能维持超预期的景气行情，除了行业格局的客观优化，最重要的是房地产新开工高增和建筑工程投资回升为其需求带来了强有力的支撑；而玻璃经历2018-2019H1的低迷后在19年底才开始反弹本质是2019年起建筑工程的投资回升才逐渐转化为了竣工的系统性回升。这与我们在2018年中期策略中给出的结论“水泥板块2018年下半年有望淡季不淡，高利润可持续性大概率超预期；玻璃板块长优短忧，下半年大幅反转概率低”与在2019年度策略中给出的结论“水泥在施工效率回升过程中优先反弹，依然是2019年最具确定性的周期品；玻璃板块下游可能面临新房竣工需求修复，但集中反弹时点大概率在年中以后，全年实际弹性有限，全年看玻璃板块机会中性”基本吻合。

图 6：新开工周期和建安投资周期带动水泥需求



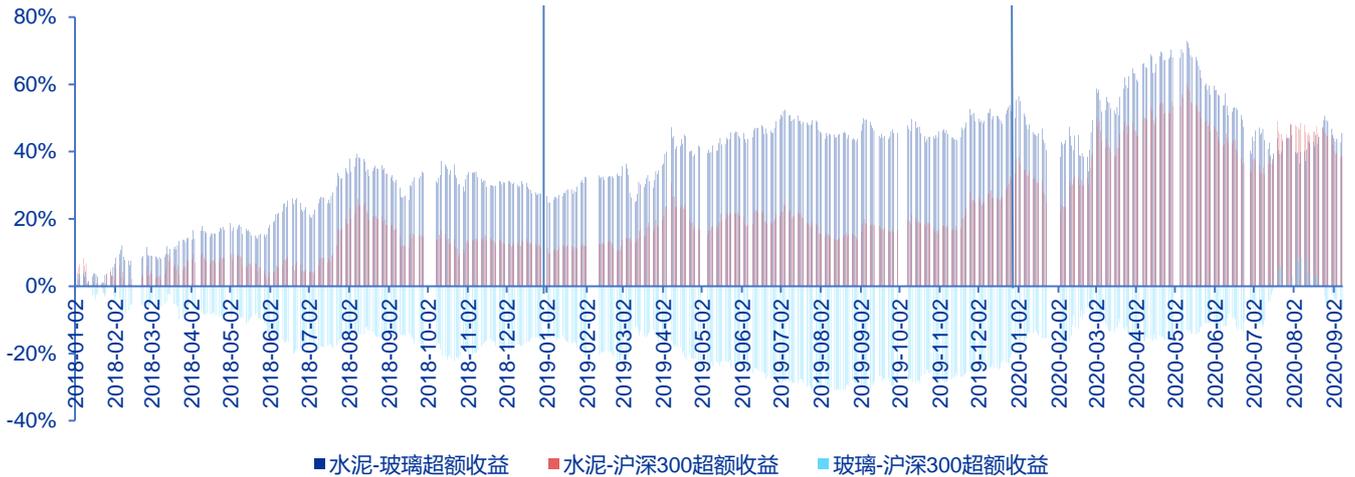
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：建安投资向后传导带来竣工回升、玻璃需求回暖（单位：元/重量箱）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2018 年以来水泥、玻璃板块相对收益复盘（以 2018 年初为基准点）

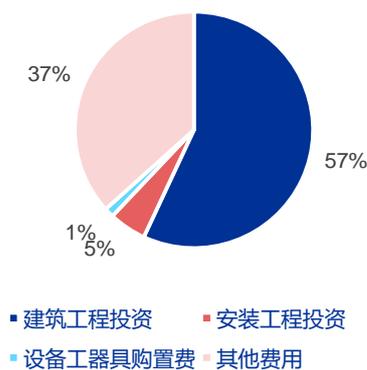


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 从“中周期”看，建筑工程投资和竣工为何迟到？

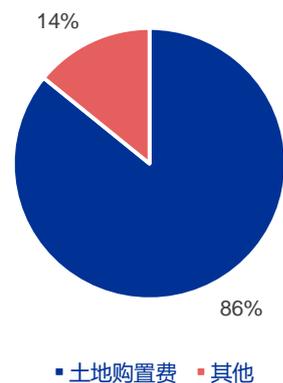
通常而言，房地产的资金去向主要可分为拿地、施工和还债。其中拿地和施工的钱统称为房地产开发投资额，统计局官方口径将房地产开发投资额细分为建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置费和其他费用，2019年分别占比为57%、5%、1%和37%。其中建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置费统称为建安投资，即施工的钱；其他费用以土地购置费为主，2019年占其他费用86%，即拿地的钱；还债的钱目前无官方可监测的指标，我们认为房地产到位资金和开发投资额的差值能一定程度上反应趋势。

图9：2019年房地产开发投资额拆分



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图10：2019年房地产开发投资其他费用拆分



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

从房地产资金投向切入，建筑工程投资和竣工迟到的原因其实不难解释。2015年股市牛市的后遗症是2016年的新一轮房地产牛市，乐观预期使得2016-2017年房地产企业拿地热情一路提升，作为代价，2018年房地产企业的土地购置费居高不下（土地成交价款是买地的时点合同额，但真实现金流支出并非一次付清，故土地购置费较土地成交价款存在

滞后性)。2018 年房地产融资环境全面收紧，房地产到位资金总额增量受到约束，然而支出端土地购置费和还债资金均面临刚性压力，直接导致可用于施工的资金高度短缺，建筑工程投资难有作为，竣工的迟到就不难解释了。

图 11：2016 年房地产经历了一轮牛市



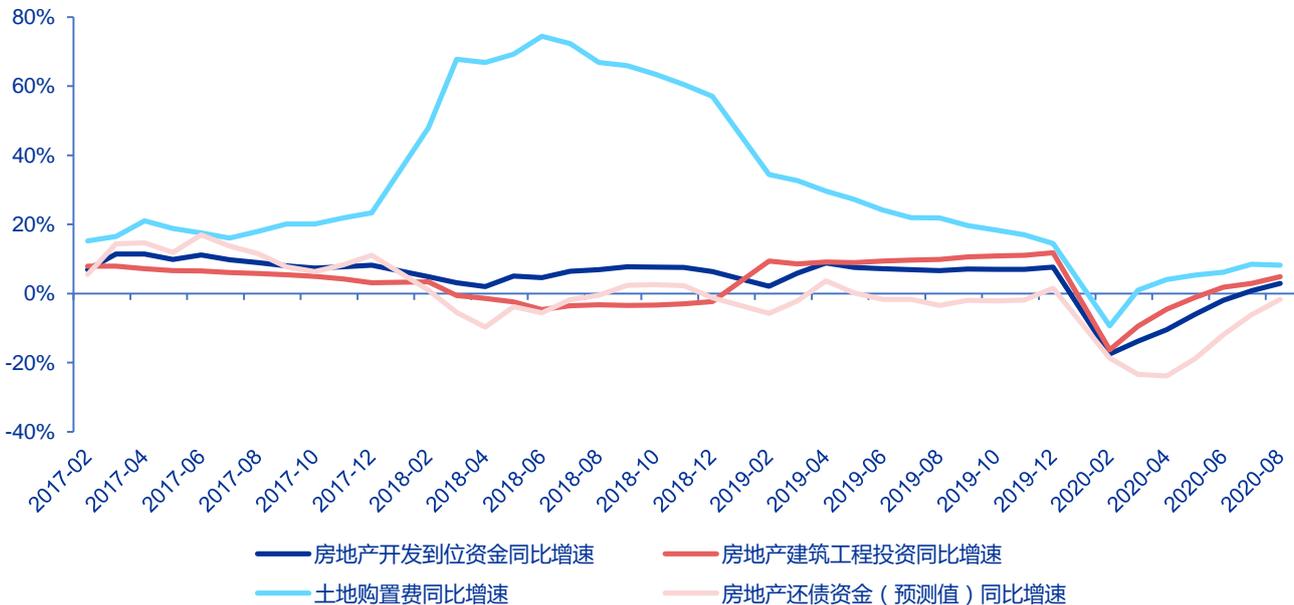
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：土地成交价款相对土地购置费具有前瞻性



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 13：2017 年至今房地产到位资金投向拆分



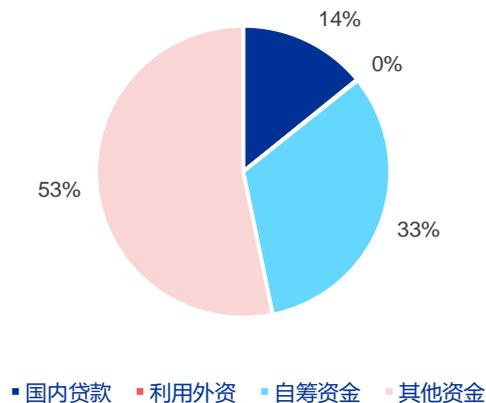
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.3 从“中周期”看，新开工为何持续高增？

通常而言，房地产的资金来源主要可分为销售回款、银行贷款、债券、非标和供应链融资/占款。其中前 4 项是传统房地产开发的资金来源，统计局官方口径将房地产开发资金

来源细分为国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金，2019 年占比分别为 14%、0%、33%、53%。其中其他资金主要包括定金及预收款、个人按揭贷款，即传统意义上的销售回款，是权重所在。此外，近几年在房地产企业的集中度提升、高周转、融资环境监管多种因素叠加下，房地产企业凭借产业链话语权不断增加对上游供应链资金的占用，从统计局口径的各项应付款来看，2019 年总额已经相当于房地产开发资金来源的 23%，若考虑其中表内和表外的合同保证金、履约保证金，实际供应链融资/占款额度可能更大。

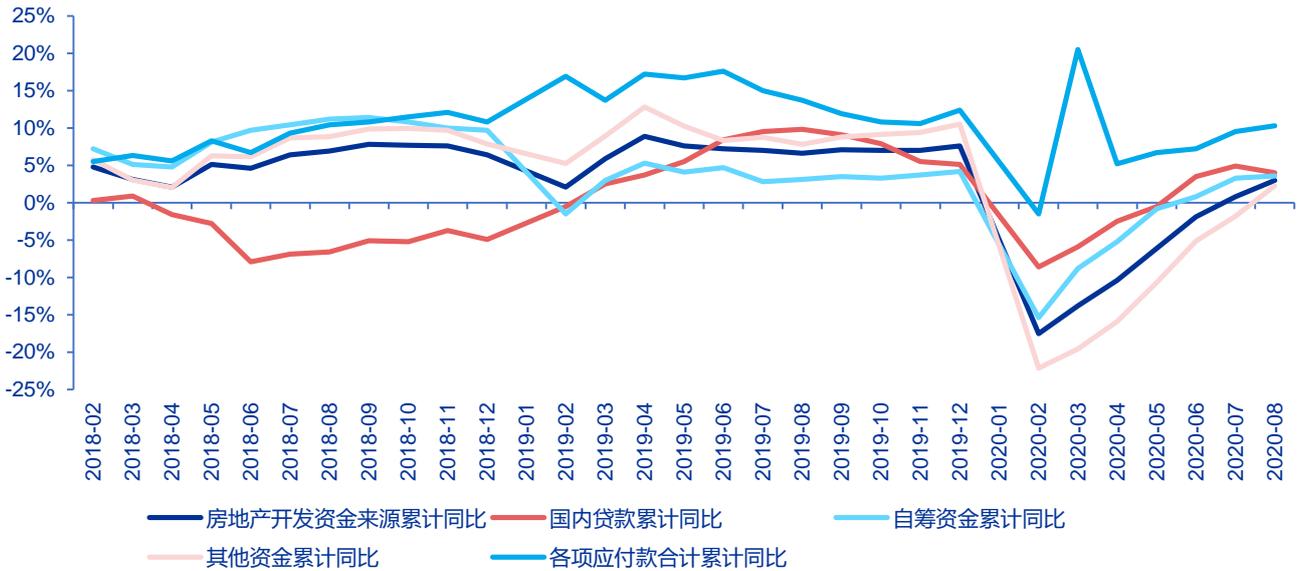
图 14：2019 年房地产开发资金来源拆分



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

从房地产到位资金来源角度看，新开工的超长景气周期亦不难解释。2018 年起房地产融资资金环境大幅收紧，从统计局口径资金来源可以清晰看到，国内贷款呈现断崖式下跌，为维持周转，房地产企业不得不提升对其他资金来源的依赖度，自筹资金、其他资金、各项应付款增速都有所提升。而其中，权重所在的其他资金（销售回款）首当其冲，“预售制”回款机制使得房地产企业可以先回款后施工，作为达到预售的前提条件，新开工处于不得不高增的境地。

图 15：2017 年至今房地产到位资金来源拆分

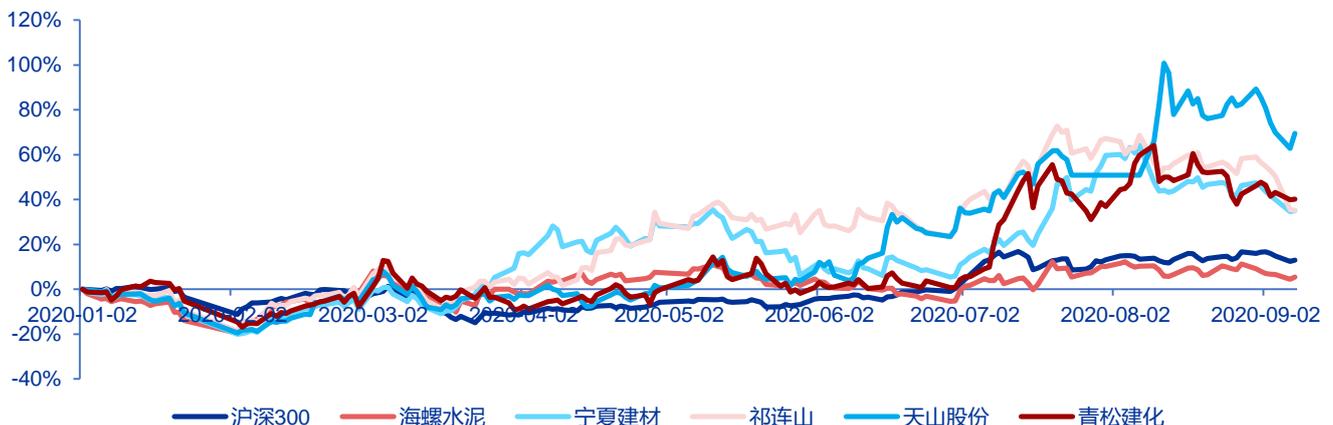


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3. “三道红线” 或导致 “强开工+弱竣工” 再现

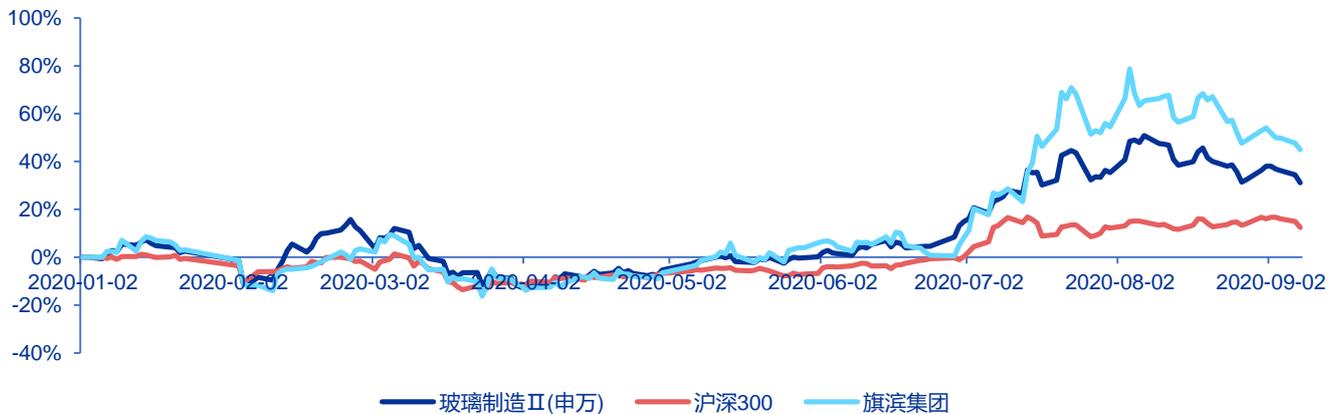
在 2020 年度策略报告中我们提示 “2020 年水泥趋势性行情已基本走完，需求端的本质将回归稳增长和逆周期的力度，水泥板块投资在区域不在板块；竣工修复趋势确定，预计修复过程漫长且温和，2020 年上半年或是最具确定性的修复窗口，玻璃板块弹性可期。” 从实际表现来看，截至目前我们的逻辑和投资建议即使在 2020 年初的突发公共卫生事件冲击下依然准确。水泥板块表现区域分化明显，西北边陲地区标成为今年的阿尔法方向。以 2020 年初为基准，截至 2020 年 8 月 31 日，西北水泥股天山股份、祁连山、宁夏建材和青松建化累计收益分别为 89%、59%、47%和 46%，同期沪深 300、申万水泥板块、海螺水泥累计收益分别为 16%、16%和 9%，西北水泥显著跑赢。前 8 月申万玻璃板块累计收益为 38%、A 股玻璃龙头旗滨集团累计收益为 54%，显著跑赢沪深 300，基本验证我们的判断。

图 16：2020 年以来西北地区水泥股累计收益显著跑赢（以 2020 年初为基准点）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：2020 年玻璃板块累计收益显著跑赢（以 2020 年初为基准点）



资料来源：Wind，申万宏源研究

“三道红线”或成为新一轮房地产资金管理的核心标准，资金环境再临收紧。8月23日上午，住建部、央行官网同时发布信息称，两部门于8月20日召开重点房地产企业座谈会，在前期广泛征求意见的背景下，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。根据人民网报道，此次房企融资管理新规提出“三道红线”，分别为：（1）剔除预收款后的资产负债率大于70%；（2）净负债率大于100%（净负债率=（带息债务-货币资金）/所有者权益）；（3）现金短债比小于1倍（现金短债比=货币资金/（一年内到期非流动负债+短期借款））。根据触及红线的数量由少及多，可将房地产企业划分为“绿、黄、橙、红”四档。若上述三项指标全部“踩线”，为红色档，有息负债不得增加；若指标中两项“踩线”，为橙色档次，有息负债规模年增速不得超过5%；若只有一项“踩线”，为黄色档，有息负债规模年增速可放宽至10%；若全部符合监管层要求，为绿色档，有息负债规模年增速可放宽至15%。

绿色档企业下半年尚有融资扩张空间，多数红色档企业需要大规模缩减有息负债。我们对wind可获取有效财务数据的60家头部房地产企业进行测算，其中有15家未触线的绿色档企业，假设年内开始正式实施“三道红线”，以2019年各公司有息负债为基准，多数绿色档企业下半年尚有可融资空间；有20家触及1道红线的黄色档企业（多为“剔除预收款后的资产负债率”触线），其中除碧桂园、合景泰富集团等少数企业尚有可融资空间外，其他企业多数需要压减一定规模的有息负债；此外，还有10家触及2道红线的橙色档企业和15家触及3道红线的红色档企业，其中多数红色档企业需要大规模压减有息负债。

表 1 : 头部地产商“三道红线”测算(单位:亿元,%)

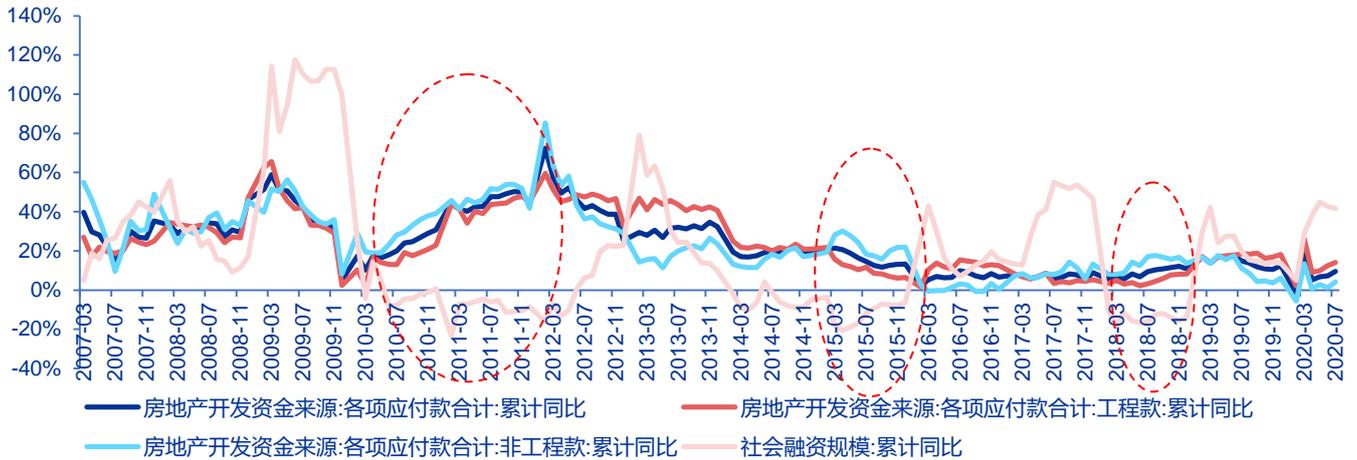
企业	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	触及红线	2019 年带息债务	2019 年带息负债增速	2020 年增速上限	2020 带息债务上限	2020H1 带息负债	下半年可扩张带息负债空间
万达商业	51%	43%	1.4	0	1847	-2%	15%	2124	1793	331
招商蛇口	56%	30%	1.4	0	1419	22%	15%	1632	1472	160
华宇集团	60%	71%	1.3	0	234	3%	15%	269	256	13
花样年控股	62%	18%	1.9	0	167	-19%	15%	192	156	36
中国海外发展	63%	31%	4	0	1811	15%	15%	2083	1962	121
大华集团	65%	83%	3.7	0	415	38%	15%	477	460	16
融信中国	66%	37%	1.6	0	407	-24%	15%	468	463	5
时代控股	66%	10%	1.8	0	295	-6%	15%	340	354	14
金地集团	67%	58%	1.2	0	927	22%	15%	1066	1026	40
保利地产	67%	57%	1.9	0	2700	2%	15%	3106	3021	85
新希望地产	68%	74%	2	0	321	22%	15%	369	351	18
华侨城 A	69%	84%	1.1	0	1177	28%	15%	1354	1437	-83
华润置地	69%	32%	2.9	0	1375	4%	15%	1582	1645	-63
建发房地产	70%	83%	1.6	0	486	39%	15%	559	538	21
滨江集团	70%	90%	1.5	0	295	21%	15%	340	356	-17
中国金茂	34%	17%	0.4	1	19	-18%	10%	20	21	0
隆基泰和	69%	42%	0.9	1	112	-11%	10%	123	-	-
旭辉控股集团	71%	19%	4.9	1	542	30%	10%	596	519	77
蓝光发展	71%	79%	1.1	1	569	7%	10%	626	714	-88
大悦城控股	71%	98%	1.6	1	691	94%	10%	761	797	-36
联发集团	71%	83%	1.9	1	238	46%	10%	261	246	16
正荣地产	71%	59%	1.2	1	417	2%	10%	458	447	11
新力控股集团	73%	12%	6.4	1	179	3%	10%	197	-	-
中国铁建	73%	15%	1.1	1	1953	0%	10%	2149	2366	-218
龙湖集团	74%	51%	4.4	1	1460	22%	10%	1606	1686	-80
绿城中国	75%	53%	1.8	1	749	15%	10%	824	860	-37
奥园集团	75%	11%	1.8	1	616	68%	10%	677	654	23
世茂房地产	75%	64%	1.4	1	1266	16%	10%	1392	1412	-20
万科 A	77%	35%	1.7	1	2591	-1%	10%	2850	2867	-18
海伦堡	77%	90%	1.2	1	353	25%	10%	388	-	-
当代置业	77%	-11%	2.4	1	95	13%	10%	105	113	-9
美的置业	77%	66%	1.9	1	512	13%	10%	563	521	43
合景泰富集团	82%	89%	2.2	1	856	10%	10%	941	813	128
中交地产	82%	85%	1.8	1	132	20%	10%	145	331	-186
碧桂园	83%	46%	2.3	1	3696	12%	10%	4066	3420	646
俊发集团	67%	102%	0.9	2	442	106%	5%	464	-	-
福晟集团	68%	126%	0.4	2	293	3%	5%	307	-	-
融侨集团	71%	146%	1	2	452	-5%	5%	474	447	27
荣盛发展	73%	83%	0.8	2	660	6%	5%	693	673	20
鑫苑置业	75%	113%	1.5	2	171	-7%	5%	179	161	18

首创置业	75%	156%	1.1	2	928	7%	5%	974	1020	-46
雅居乐集团	76%	97%	0.8	2	967	9%	5%	1015	989	26
阳光城	78%	136%	1.2	2	1107	-1%	5%	1162	1092	70
越秀地产	81%	287%	1	2	3766	14%	5%	3954	3775	179
保利置业集团	86%	184%	3	2	456	30%	5%	479	540	-62
宝龙地产	72%	103%	1	3	639	-31%	0%	639	-	
石榴置业	74%	171%	0.5	3	271	-7%	0%	271	252	19
金科股份	75%	120%	0.9	3	987	21%	0%	987	1103	-117
华发股份	75%	162%	0.7	3	955	8%	0%	955	1075	-120
首开股份	75%	174%	1	3	1236	4%	0%	1236	1340	-105
金辉集团	78%	166%	0.8	3	482	8%	0%	482	553	-71
华夏幸福	78%	183%	0.6	3	1776	31%	0%	1776	2026	-249
中国恒大	78%	100%	0.4	3	5590	6%	0%	5590	5774	-185
电建地产	79%	208%	0.7	3	587	20%	0%	587	529	58
富力地产	79%	203%	0.6	3	2000	23%	0%	2000	1902	98
泰禾集团	81%	248%	0.2	3	970	-29%	0%	970	929	41
融创中国	82%	114%	0.9	3	2609	35%	0%	2609	2551	57
中天城投	82%	197%	0.3	3	393	12%	0%	393	397	-4
绿地控股	83%	157%	0.7	3	2933	9%	0%	2933	3298	-365
中南建设	84%	168%	0.7	3	706	22%	0%	706	781	-76

资料来源：Wind，申万宏源研究

地产系统性施工节奏预计将面临变化，未来两个季度或再现“新开工超预期+竣工低于预期”。我们认为，如果房地产“三道红线”正式实施，将再次影响房产系统性施工节奏，为达到要求，房企将优先降杠杆，短期加速回款并削减支出是大概率事件。**(1) 回款：我们预计推盘和供应链融资将成为这一轮去杠杆的主要资金增量。**一方面，需缩减有息负债的房地产企业，将加速盘活在手土地及新开工项目，通过销售回款降低杠杆率，预售制下新开工将再现不得不高增。另一方面，房地产的资金压力或进一步通过供应链融资/占款的形式向上游供应链转嫁，短期内上游供应链现金流承压。**(2) 支出：房地产到位资金将优先用于偿债，拿地将回落，建筑工程投资的额度也将受到约束。**与2018年类似，期间建筑工程投资低于预期将导致竣工修复斜率进一步平滑。我们预计，相对优质的房企也需要半年左右去实现报表修复，未来两个季度的或再现“新开工超预期+竣工低于预期”。

图 18：当社会融资环境收紧时房企会将融资压力向上游供应链转嫁



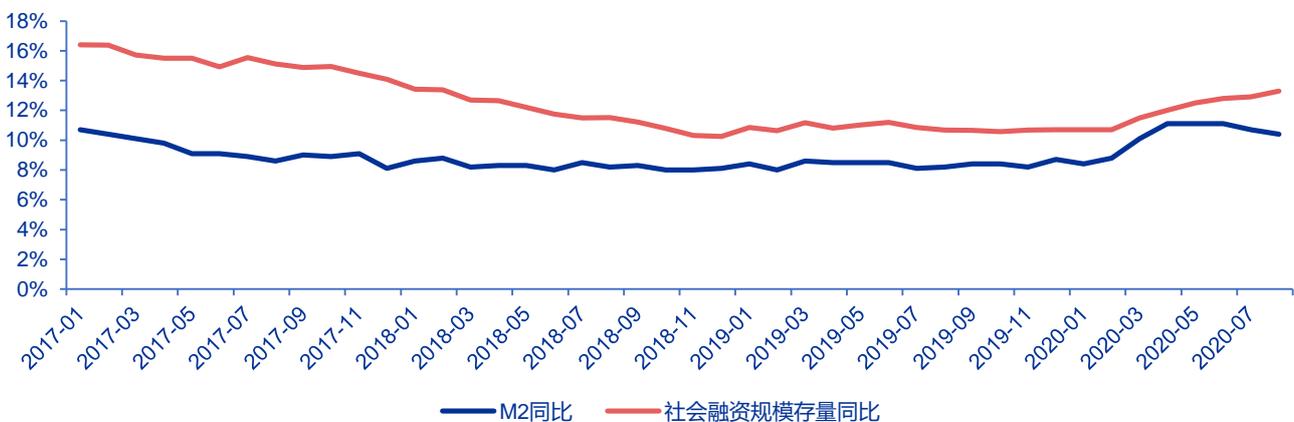
资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 配置新开工，时刻准备高性价比周期成长股抄底机会

综合对四季度基本面和预期面的判断，当下建材行业面临的情况和 2018 年极其类似。

(1) 基本面：如果房地产“三道红线”正式实施，或影响房产系统性施工节奏，导致未来两个季度的新开工超预期和竣工修复节奏的进一步延后，这与 2018 年建材行业发生的故事高度相似。(2) 预期面：2018 年中美贸易摩擦加融资环境收紧贯穿始末，而当下外部不确定性和货币信用环境预期波动亦持续影响市场风险偏好，拉长视角看，随着全球经济的负面因素淡化，后续财政政策和货币政策的陆续退出预期也将逐渐出现，将间接造成我国流动性环境易紧难松，宏观环境叠加房地产供应链融资增加将对 2B 板块估值构成压力。

图 19：2018 年货币信用环境明显趋紧

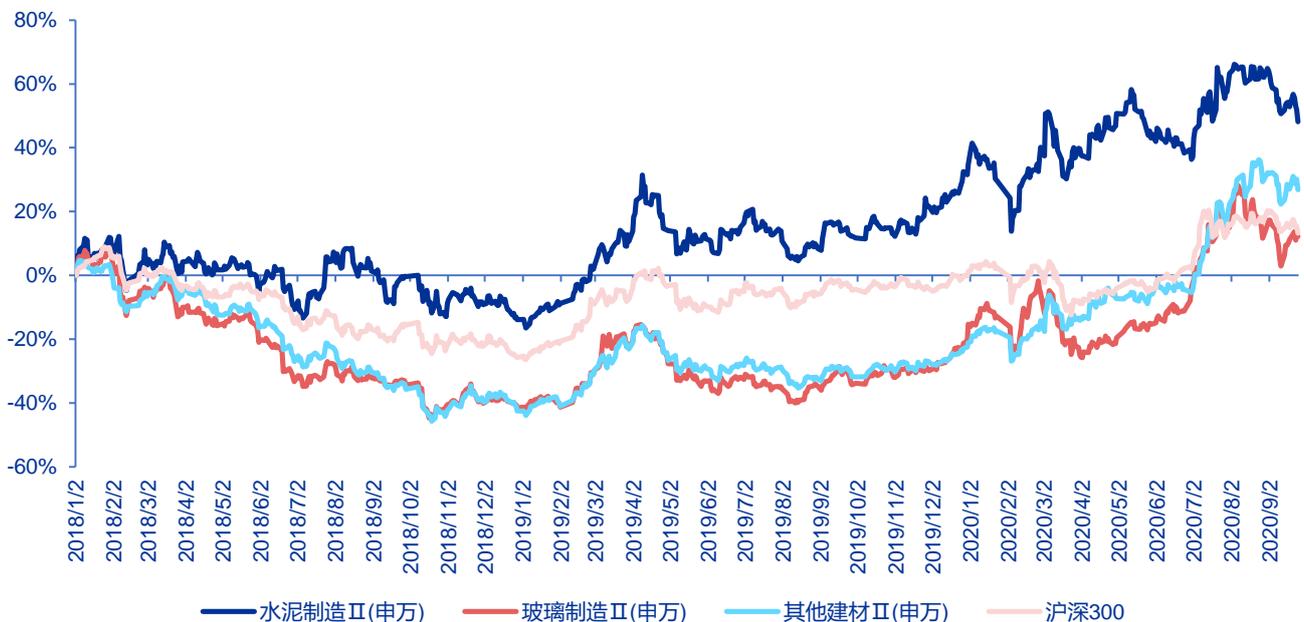


资料来源：Wind，申万宏源研究

参考 18 年末，配置低估值新开工品种，时刻准备高性价比周期成长股抄底机会（瓷砖板块）。2018 年，水泥录得超额收益，玻璃跑输，其他建材杀估值后触底。针对四季度投资逻辑我们重点考虑两个方向：（1）配置兼顾基本面环比向上和安全边际的板块。水泥是绑定房地产新开工逻辑的低估值板块，基建需求短期向上趋势确定且今年拉尼娜现象所导致的超常规雨季使得前期部分需求被滞后，潜在旺季需求有望超预期，攻守兼备属性或称为四季度抱团方向。重点推荐华东水泥龙头海螺水泥、海螺的弹性衍生品种。（2）估值消化能力强且现阶段性价比较高的周期成长股。2018 年给资本市场的教训不止是 2B 企业对资金的敏感性，更重要的是对细分建材龙头企业而言，资金环境收紧其实是其逆势扩张最好的机会。尤其是对具有强业绩确定性的细分赛道龙头，在长期集中度提升逻辑无法证伪背景下，回调其实是长期视角的最佳战略配置机会。择时上，2B 周期成长股估值弹性大，跌破估值区间的个股是首选标的。重点推荐重现“价值底”的帝欧家居，同时建议关注蒙娜丽莎、伟星新材、永高股份、北新建材、三棵树、坚朗五金、中国巨石。

风险提示：（1）外部不确定性升级：当前外部环境错综复杂，后续不确定性依然存在，若扰动增大将直接影响市场风险偏好；（2）房地产融资监管引发系统性风险：为了预防长期风险，房地产新一轮融资监管开展试点，或导致部分前期杠杆较高企业风险暴露引发产业链系统性风险；（3）基建投资低于预期：今年宏观经济压力较大，市场惯性思维基建作为逆周期调节将首当其冲，但地方政府加杠杆空间有限，存在低于预期可能。

图 20：2018 年水泥具有超额收益，但却是抄底其他建材的最佳机会



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：重点公司估值表

代码	公司	股价（元/股）	EPS（元/股）	PE
----	----	---------	----------	----

		2020/9/25	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603737.SH	三棵树	159.8	2.18	2.31	3.95	73.3	69.2	40.5
002798.SZ	帝欧家居	27.58	1.47	1.61	2.37	18.8	17.1	11.6
002918.SZ	蒙娜丽莎	36.22	1.07	1.48	1.96	33.9	24.5	18.5
002641.SZ	永高股份	7.55	0.46	0.63	0.77	16.4	12.0	9.8
002372.SZ	伟星新材	15.08	0.63	0.62	0.72	23.9	24.3	20.9
600176.SH	中国巨石	14.72	0.61	0.56	0.81	24.1	26.3	18.2
000786.SZ	北新建材	33.14	0.26	1.57	2.08	127.5	21.1	15.9
002791.SZ	坚朗五金	122.29	1.37	2.18	3.11	89.3	56.1	39.3
601636.SH	旗滨集团	8.2	0.5	0.61	0.73	16.4	13.4	11.2
000401.SZ	冀东水泥	16.06	2	2.08	2.68	8.0	7.7	6.0
000789.SZ	万年青	15.36	1.72	2.03	2.15	8.9	7.6	7.1
000877.SZ	天山股份	17.88	1.56	1.84	2.17	11.5	9.7	8.2
002233.SZ	塔牌集团	14.1	1.45	1.7	1.83	9.7	8.3	7.7
600425.SH	青松建化	5.32	0.16	0.37	0.72	33.3	14.4	7.4
600449.SH	宁夏建材	14.68	1.61	2.14	2.23	9.1	6.9	6.6
600585.SH	海螺水泥	56.7	6.34	6.62	6.9	8.9	8.6	8.2
600720.SH	祁连山	15.56	1.59	2.49	2.59	9.8	6.2	6.0

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	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.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。