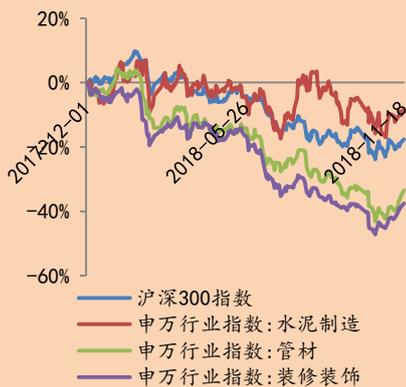




行业评级：增持

报告日期：2018-12-7

指数走势：



研究员：高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com
S0010517110002

研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

基建政策频落地，建筑建材迎春风

——建筑建材行业 2019 年度策略

主要观点：

基建投资欲发力，回眸 2012 年发掘不同阶段投资机会

今年我国经济增长呈现持续放缓态势，下半年基建投资相关政策频繁落地，有望形成支撑。回顾 2012 年前后发力基建投资，改善情况按照政策-资金-行业的顺序变动，每个改善阶段对应不同投资机会，基本上遵循由基建相关性最高的行业板块向下游细分子板块轮动的规律。类比 2012 并结合当前背景，我们认为中西部和农村基建补短板有望成为此次基建宽松的发力重点，基础建材需求端受益明显。另外，民营企业的融资环境改善将助力建筑建材细分子行业健康发展，相关板块优质企业投资价值尽显。我们对水泥、管材和装修装饰进行分析，挖掘投资机会。

水泥：供给侧改革助力集中度提升，基建补短板挖掘区域机会

水泥行业供给侧改革逐步进入成熟期，2018 年行业供需关系保持稳定，价格在去年高位呈现季节性波动，企业利润回暖明显。基建投资的回暖有望对水泥行业需求端形成支撑，但房地产市场的不确定将对行业需求端产生影响。我们认为，2019 年供给侧改革日趋成熟，供给端变化有限，重点应关注需求端：需求端或将呈现区域性差异化，中西部基建补短板有望助力区域龙头保持需求强势；另外，农村基建补短板对业务布局范围广的优质企业有支撑。建议关注华新水泥。

管材：民营企业融资环境望改善，行业龙头最受益

PCCP 管材行业情况有所好转，不过需求端水利投资增速明年恐难有大幅回暖。行业上游水泥供给侧改革日趋成熟，产品价格预计将维持 2018 年水平。综合来看，成本端和需求端均难有明显改善，行业基本面改善尚需时日。塑料管材上市公司均为民营企业，当前融资环境改善预期强烈的背景下，优质企业有望扩大业务量，提升市占率。塑料管材所涉及的供水、供电、供热等领域，与基建投资中基础设施的完善密切相关。塑料管材行业融资、需求同步改善，优质企业投资价值尽显。建议关注伟星新材。

装修装饰：基建细节品质受重视，关注重公装布局企业

装修装饰行业与房地产关系密切，此次基建宽松房地产不是重点，可能会对家装需求端产生影响。我们认为，基建投资对细节的装修装饰重视程度越来越高，如车站、机场等装修品质与日俱增，在房地产投资变化不确定性增强的背景下，重视工装业务布局的装修装饰企业，有望在本轮基建宽松中受益。建议关注金螳螂。

推荐公司盈利预测与评级：

公司	EPS (元)			PE			评级
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
华新水泥	0.91	1.26	1.60	9	7	5	买入
伟星新材	0.81	0.91	1.09	20	18	15	增持
金螳螂	2.65	3.01	3.23	8	7	6	买入

资料来源：Wind、华安证券研究所

目 录

1 基建投资预期向好，经济托底发力在即	5
1.1 经济增长压力现，基建助力角色重	5
1.2 政策落地提速，静待资金面回暖.....	7
2 回眸 2012，基建回暖，相关板块轮动受益.....	8
2.1 2008 与 2012，“大水漫灌”到“发力重点”	8
2.2 宏观环境沿“政策面-资金面-基本面”改善.....	10
3 历史不会简单重复，结合当前环境看投资机会.....	12
3.1 中西部基建投资政策强助力	12
3.2 乡村振兴战略规划出台，农村基建欲发力	14
3.3 民营企业融资环境望改善，细分建材领域受益多	15
3.4 当前时点，建议关注水泥、管材和装修装饰	16
3.4.1 供需两端齐发力，水泥行业现区域投资机会.....	17
3.4.2 管材行业迎需求、融资同步改善.....	20
3.4.3 基建风起，工装订单推动装修装饰.....	23
3.5 重点投资标的推荐	25
3.5.1 华新水泥（600801）：业务范围持续扩张，多元化布局注入成长性.....	25
3.5.2 伟星新材（002372）：业绩持续稳增，龙头优势显现.....	26
3.5.3 金螳螂（002081）：业绩稳定增长，股权激励助力发展.....	27

图表目录

图表 1 2017Q1 以来我国 GDP 同比增速呈下行趋势.....	5
图表 2 工业对 GDP 的贡献最大，其次是其他服务业.....	5
图表 3 我国固定资产投资增速近年来持续下行.....	5
图表 4 近两年基建投资增速下行幅度明显.....	5
图表 5 消费增速与 GDP 增速同步走弱.....	6
图表 6 城镇居民可支配收入同比增速呈下行趋势.....	6
图表 7 我国出口同比增速目前仍保持稳定.....	6
图表 8 美元兑人民币汇率近期持续攀升有利出口.....	6
图表 9 2018 年以来关于宏观、财政、货币层面的相关政策.....	7
图表 10 2008 年基建强刺激对经济拉动明显，2012 年基建划重点维稳经济增速.....	8
图表 11 2008 年和 2012 年，我国基建相关政策出台频繁，但侧重点不同.....	8
图表 12 2008 年宽货币政策带动利率快速下行.....	9
图表 13 2012 年利率下行周期较长，幅度不明显.....	9
图表 14 2008 年 M2 回暖速度和幅度均高于 2012 年.....	10
图表 15 2008 年社融数据改善速度快于 2012 年.....	10
图表 16 2008 年基建强刺激对经济拉动明显，2012 年基建划重点维稳经济增速.....	10
图表 17 主要基建领域“十二五”投资计划以及完成情况.....	11
图表 18 与基建相关最紧密的 14 个子版块在四个阶段的二级市场表现.....	11
图表 19 中西部地区省份 2018 年基建投资计划.....	12
图表 20 近两年中西部固定资产投资增速下行幅度超过全国水平.....	14
图表 21 《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》关于农村基建推进的规划.....	14
图表 22 2018 年民企融资环境恶化，下半年政策密度明显提升，明确加大对民企的融资支持.....	15
图表 23 过去一年水泥板块二级市场走势相对强势.....	17
图表 24 2018 年前三季度各地水泥产量同比变动情况.....	17
图表 25 2018 年前三季度仅西南地区水泥产量同比有增.....	17
图表 26 2018 年固定资产投资增速呈整体下行趋势.....	18
图表 27 2018 年基建投资增速降幅明显.....	18
图表 28 2018 年我国房地产投资同比增速保持较高增速.....	18
图表 29 2018 年房屋新开工面积同比增速提升明显.....	18
图表 30 今年我国水泥价格保持高位震荡.....	19
图表 31 年初至今华北地区水泥价格涨幅最大.....	19
图表 32 近 1 年南方多地煤炭价格指数呈上扬态势.....	19
图表 33 近 1 年北方地区煤炭价格指数均呈上扬态势.....	19
图表 34 水泥行业 A 股上市企业 2018 年前三季度业绩表现.....	20
图表 35 过去一年管材板块二级市场走势明显偏弱.....	21
图表 36 2018 年前三季度 PCCP 管材业绩向好，整体盈利回暖.....	21
图表 37 水利相关投资完成额增速大幅放缓.....	22
图表 38 水利建设 PPP 投资额减少幅度不大.....	22
图表 39 2018 年前三季度塑料管材业务业绩上行，整体利润上行.....	22
图表 40 2018 年 PVC 价格整体呈现震荡上行.....	22
图表 41 2018 年 PE 指数小幅震荡，PP 指数上行明显.....	22
图表 42 2018 年房屋竣工面积大幅减少.....	23



图表 43 2018 年商品房销售面积增速回落明显	23
图表 44 过去一年装修装饰板块二级市场走势大幅弱于市场	24
图表 45 装修装饰行业 A 股上市企业 2018 年前三季度业绩表现	24

1 基建投资预期向好，经济托底发力在即

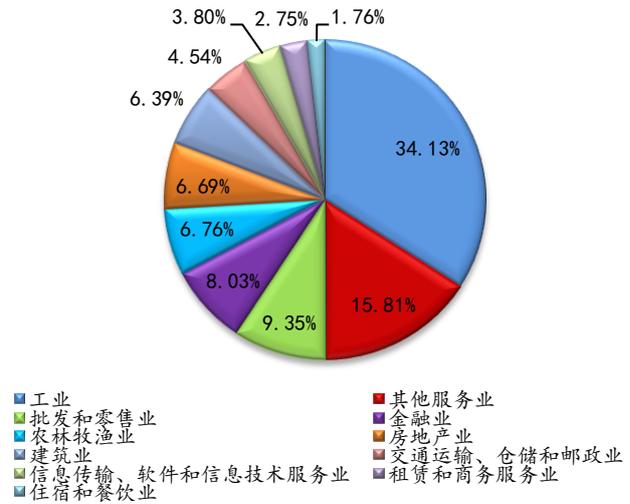
1.1 经济增长压力现，基建助力角色重

近年来，在经济结构转型和调整的大背景下，我国经济增速放缓压力一直存在。2017年一季度至今，GDP 同比增速连续七个季度保持弱化趋势，2018 前三季度 GDP 同比增速为 6.7%，而全年增速目标设定为 6.5%，这样看来 2018 年第四季度 GDP 同比增长恐难有起色。从各行业对 GDP 的贡献来看，工业明显高于其他行业。

图表 1 2017Q1 以来我国 GDP 同比增速呈下行趋势



图表 2 工业对 GDP 的贡献最大，其次是其他服务业

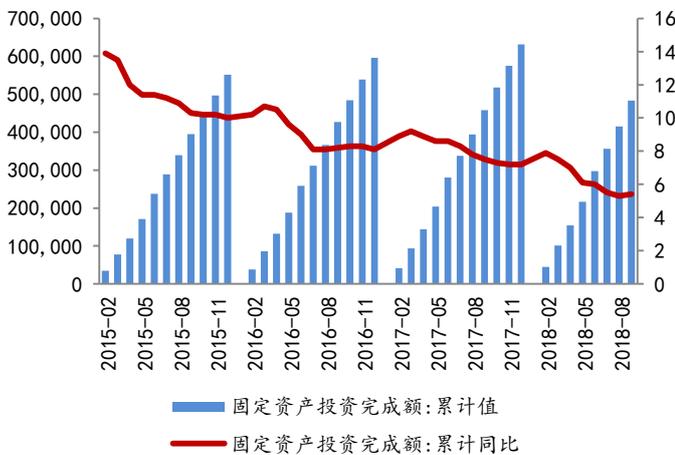


资料来源：Wind、华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所

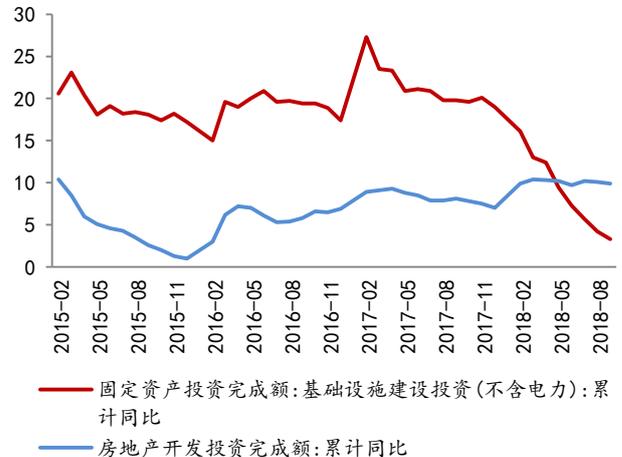
投资、消费、出口是经济增长的“三驾马车”，是对我国 GDP 影响最大的三个方面。投资主要体现在固定资产投资方面，近年来固定资产投资增速方面呈现明显走弱趋势，和 GDP 增速放缓保持一致。基建投资和房地产投资是固定资产投资的两大主要组成部分，近两年尤其是进入 2018 年以来，基建投资增速明显下滑，拖累了整个固定资产投资增速。

图表 3 我国固定资产投资增速近年来持续下行



资料来源：Wind、华安证券研究所

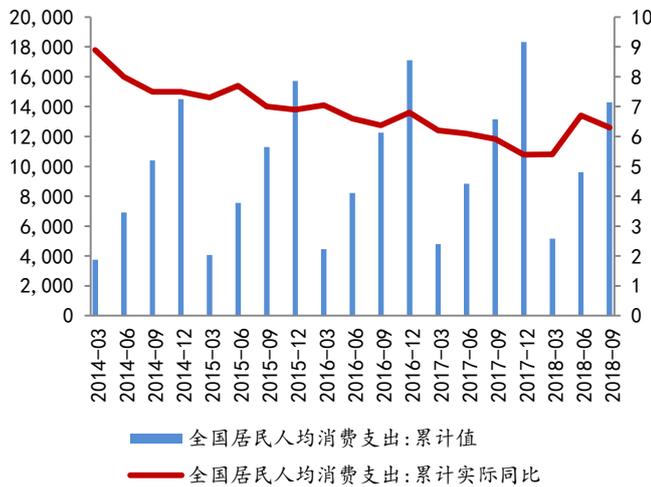
图表 4 近两年基建投资增速下行幅度明显



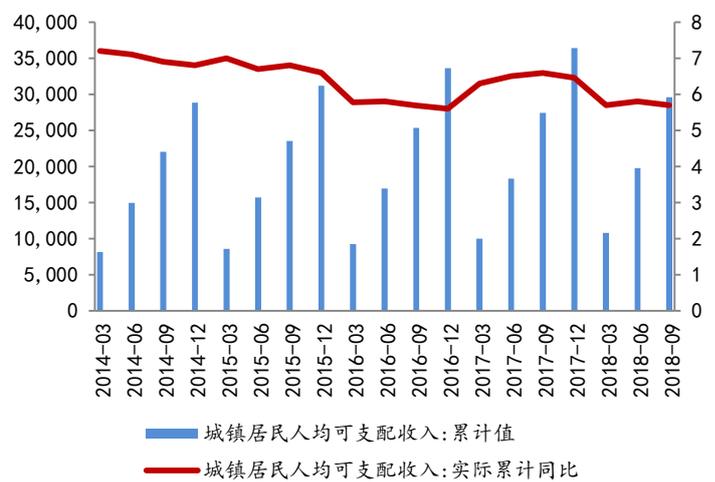
资料来源：Wind、华安证券研究所

消费方面从全国居民人均消费支出数据来看，2014年以来同比增速同样保持下行趋势。2018年1-9月，全国居民人均消费支出共计14281元，同比增长6.3%，较去年同期略有提升，但整体下行趋势未有明显改观。在当前金融去杠杆的大背景下，现金贷、消费贷监管趋严，加之居民可支配收入增速下行，居民对消费的态度趋于谨慎，短期之内消费数据恐难有改观。

图表 5 消费增速与 GDP 增速同步走弱



图表 6 城镇居民可支配收入同比增速呈下行趋势

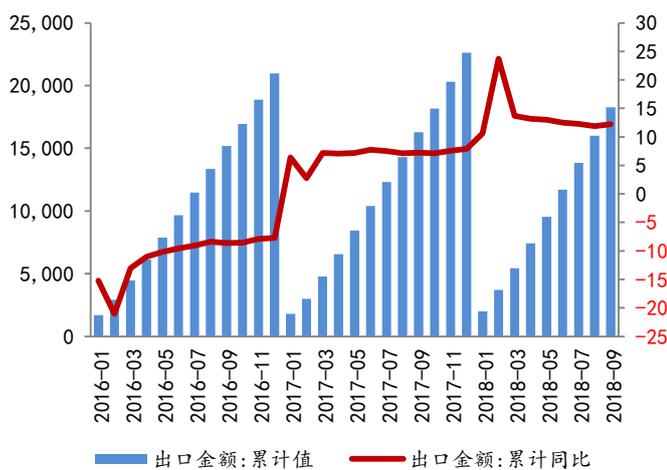


资料来源: Wind、华安证券研究所

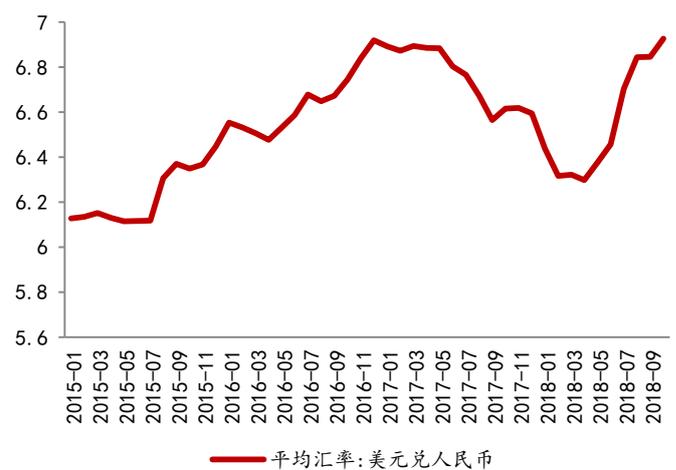
资料来源: Wind、华安证券研究所

出口方面 2018 年以来同比增速保持稳定，截至 2018 年 9 月份，我国出口金额累计值为 1.83 万亿美元，同比增长 12.2%，当月贸易差额为 2133 万美元，出口情况尚好。不过，目前国际贸易环境不确定性仍较大，并未出现改善的迹象，抢出口效应的情况一定程度上存在，而且需要注意的是，2018 年 10 月较 2018 年 1 月美元兑人民币月平均汇率大幅攀升 7.61% 至 6.93，对出口有明显利好作用。结合当前国际贸易形势的不确定性，我们认为未来出口增速将面临很大压力，贸易顺差或将回归至缓慢收窄的格局。

图表 7 我国出口同比增速目前仍保持稳定



图表 8 美元兑人民币汇率近期持续攀升有利出口



资料来源: Wind、华安证券研究所

资料来源: Wind、华安证券研究所

综合来看，投资、消费目前均偏弱，出口数据虽然仍较乐观，但后市的不确定性较大，难以成为经济维稳的重点。相比之下，投资更有可能成为当下支撑经济维稳的抓手，而在房地产限购政策仍未放松，后市情况不明确的背景下，基建首当其冲成为固定资产投资的重点。

1.2 政策落地提速，静待资金面回暖

2018年以来，我国经济一直在金融去杠杆、信贷趋紧的大背景下运行，整体增速放缓趋势延续。随着经济放缓压力增大，中央政府相关部门关于宏观、财政、货币等方面纷纷出台政策，有望在经济调结构的背景下稳定经济增长。

图表 9 2018 年以来关于宏观、财政、货币层面的相关政策

时间	发布部门	具体内容
宏观定调		
2018 年 4 月	政治局	政治局会议首次提出“持续扩大内需”。
2018 年 9 月	国务院	国常会要求部署加大关键领域和薄弱环节有效投资，以扩大内需推进结构优化民生改善。聚焦补短板扩大有效投资，加大“三区三州”等深度贫困地区基础设施建设，交通骨干网络特别是中西部铁路公路、干线航道、机场、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域设施建设
2018 年 10 月	国务院	对当前基建补短板重点领域进行了强调，进一步明确了各基建项目的配套政策措施及责任部门，基建补短板力度再提升。
财政方面		
2018 年 7 月	发改委等	发布《关于做好市场化债转股意向企业信息填报展示相关工作的通知》，鼓励发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业通过平台发布意向。
2018 年 7 月	国务院	国常会要求积极财政政策更加积极。
2018 年 7 月	政治局会议	财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。加大基建领域补短板的力度。
货币方面		
2018 年 4 月	政治局	强调货币政策要“注重预期引导”。
2018 年 7 月	国务院	要求稳健的货币政策，松紧适度。
2018 年 7 月	央行	开展 5020 亿元 1 年期 MLF 操作，利率 3.3%与上次持平，净投放 3300 亿元
2018 年 4-10 月	央行	降准 3 次，共计 2.5%

资料来源：Wind、互联网、华安证券研究所

2018 年下半年，国际形势复杂化，我国对于基建投资的引导更为明确，相关政策落地提速。次轮政策强调了基建补短板的推行力度，将各个环节落到相应部门，实行部门责任制，政策的量和质均为此次基建投资发力铺平了道路。目前，基建政策面改善已经基本到位，融资环境的改善尚需时日。

2 回眸 2012，基建回暖，相关板块轮动受益

2.1 2008 与 2012，“大水漫灌”到“发力重点”

2008 年我国经济从之前的过热状态进入急速下滑的阶段，加之美国次贷危机的影响开始在全球蔓延，我国经济内外压力都很大。在这样的背景下，“四万亿”政策出台，基建投资的刺激成为 09-10 年经济回暖的强力针。不过，这样“大水漫灌”的投资方式对经济的影响持续性并不强，2011 年开始，我国 GDP 增速开始明显放缓，对此 2012 年 3 月的政府工作报告中明确提出将 GDP 的目标增速调至 7.5%，这是当时近 8 年来首次低于 8%，并出台了相应的基建宽松政策，以期保持经济稳增长。

图表 10 2008 年基建强刺激对经济拉动明显，2012 年基建划重点维稳经济增速



资料来源：Wind、华安证券研究所

从政策出发点来看，2008 年和 2012 年对基建投资的态度明显不同，前者是全方位覆盖，后者是分区域划重点。2008 年以铁路建设为突破口，全面加大基建投资力度；2012 年以水利建设为突破口，以补短板为基建投资的关键。

图表 11 2008 年和 2012 年，我国基建相关政策出台频繁，但侧重点不同

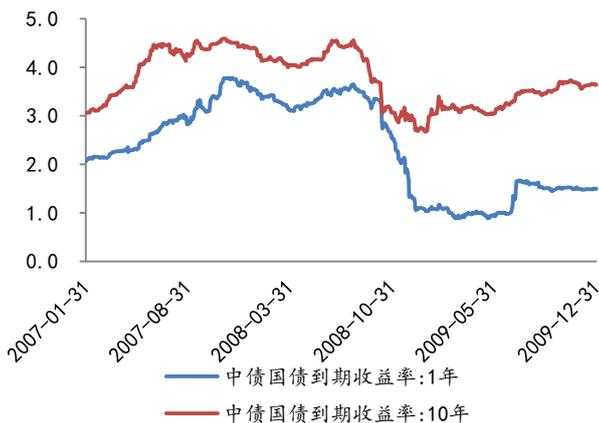
2008 年		2012 年	
时间	内容	时间	内容
2008.10-12	4 次下调存贷款基准利率 (1.89%)，央行再贷款和再贴现率同时下调	2011.3	财政部部长表示 2011 年中央基建投资将主要用于保障房
2008.11	国常会确定进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。明确表示未来基础设施、生态环境建设等将进一步加快。预计到 2010 年底相关措施涉及投资额约 4 万亿	2011.11-2012.5	金融机构三次下调存准率共计 1.5%
2008.11	铁道部表示，2008 年将争取超额完成 500 亿元人民币基本建设投资，2009 年计划完成投资 6000 亿元，为 08 年规模的 2 倍		
2008.12	金融机构准备金率下调 0.5%		

2009.3	要求继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策	2012.6-7	2次下调存贷款基准利率，存款利率共下调0.5%
2009.12	财政部副部长表示中央投资已完成44%，政府搞基建扩内需最有效	2012.7	国常会讨论并通过《关于大力实施促进中部地区崛起战略的若干意见》
		2012.9	在 APEC 峰会上表示要加大对基础设施建设的财政性资金支持
		2012.10	2012 年前 9 月中央基建投资下达预算 3905 亿元，下一步积极的财政政策还将继续发力
		2012.10	表示在继续实施已有减税政策同时，将加快下达基建投资预算
		2013.2	下达 2013 年车辆购置税交通专项资金预算指标 1200 亿元，用于支持地方交通基础设施建设，保障国省道、农村公路建设
		2013.2	印发新修订的《国家级经济技术开发区、国家级边境经济合作区等基础设施项目贷款中央财政贴息资金管理办法》，将以银行贷款和中长期债券资金等支持国家级开发的基建项目

资料来源：互联网整理、华安证券研究所

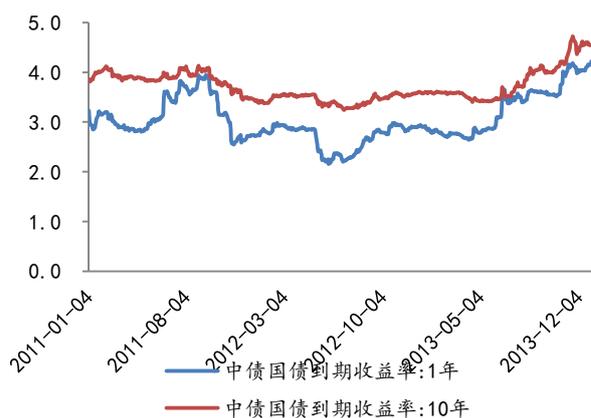
2008年，在货币政策定调宽松后，宽货币向宽信用的传导不足一个季度：2008年9月至12月，每个月降息降准各一次，无风险利率（以一年期国债到期收益率表征）快速下滑，从2008年8月的3.56%降至2009年1月的1.07%，宽货币特征明显。连续的降息降准政策，使得社融同比增速和M2增速于2008年10月之后开始明显回升，并在2009年年初进入宽信用阶段。

图表 12 2008 年宽货币政策带动利率快速下行



资料来源：Wind、华安证券研究所

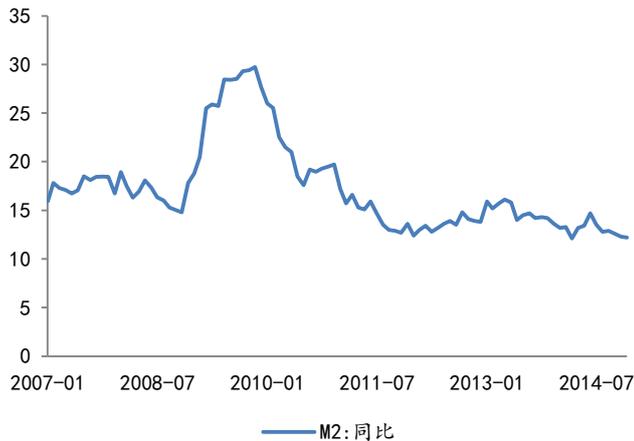
图表 13 2012 年利率下行周期较长，幅度不明显



资料来源：Wind、华安证券研究所

对比 2008 年，2012 年的宽货币政策宽松程度有限，从宽货币向宽信用的传导周期有所延长，大约经历了半年时间：2011 年第四季度，央行就已经开始通过降准等举措来促进经济结构性稳增长，但社融增速和 M2 增速仍维持缓慢下行态势。2012 年 2 月和 5 月再次将过两次降准后，社融和 M2 同比增速才开始于 2012 年下半年开始缓慢回暖。

图表 14 2008 年 M2 回暖速度和幅度均高于 2012 年



图表 15 2008 年社融数据改善速度快于 2012 年



资料来源：Wind、华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所

对比 2008 年和 2012 年的宏观经济数据，我们认为政策面今年情况与 2012 年更为相似，2012 年补短板侧重点是水利方面，今年国常会多次强调补短板的重点将是中西部农村基建。从信用传导速度来看，2012 年宽货币到宽信用大致经历了半年，当前货币政策主导宽紧适度，央行半年内降准 3 次，但社融和 M2 数据暂无明显改观。我们认为，之前去杠杆、紧信用持续时间较长，融资数据恢复尚需时日，这一次信用传导速度较 2012 年会更慢，但基建数据的改善不会缺席。

2.2 宏观环境沿“政策面-资金面-基本面”改善

2012 年前后基建投资增速呈“V”型走势，行业政策面率先改善，然后逐步传导至资金面宽松，再到行业基本面回暖，前后大致经历了 2 年左右的时间。2011 年正值“十二五”计划的开局之年，上半年中央各部委对基建相关的行业纷纷提出了具体的五年计划。当年补短板的重点是水利，2011 年初就明确了“十二五”期间年平均水利投资将达到 4000 亿元。随着政策面频频发力，以城投债为代表的融资方式开始提速，2011 年 Q4 达到 1202 亿元。基建增速见底出现在 2012 年 2 月，随即 3 月份社融数据开始反弹，重大工程开工提速。2012 年底，基建企业的经营数据全面好转。

图表 16 2008 年基建强刺激对经济拉动明显，2012 年基建划重点维稳经济增速



资料来源：Wind、华安证券研究所

从政策面完成情况来看，水利、路桥建设、铁路建设的具体规划与完成情况保持一致。我们认为，在政策确定发力的情况下，基建完成力度是可以估测的，今年有一些重点“补短板”领域，如中西部农村基建等，其投资增量可期。

图表 17 主要基建领域“十二五”投资计划以及完成情况

基建领域	时间	文件	具体规划	完成情况
水利	2011.1	《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》	提出的目标任务是力争通过5年到10年的努力，从根本上扭转水利明显滞后的局面。“力争今后10年全社会水利平均投入比2010年高出一倍”，意味着“十二五”期间年均水利投资将达到4000亿元。	“十一五”期间水利建设投资共计7040.8亿元，“十二五”期间达到20343.1亿元，年平均4068.62亿元。
路桥建设	2011.4	交通运输“十二五”发展规划	“十二五”期间我国公里总里程将达到450万公里，其中高速公路总里程达到10.8万公里、农村公里总里程达到390万公里；沿海港口深水泊位达到2214个，能力适应度达到1.1，内河高等级航道里程达到1.3万公里；运输机场数量达到230个以上；邮政普遍服务局所总数达到6.2万个。“十二五”期间我国交通基建投资总规模约6.2万亿元，较“十一五”增长32%。	截至2015年底，我国公路总公里数达457.73万公里，“十二五”期间共完成56.91万公里，较“十一五”末提高14.2%。
铁路建设	2012.5	《国家铁路“十二五”规划》	提出到2015年全国铁路营业里程达12万公里左右，基本建成规模超4万公里的快速铁路网，铁路复线率和电化率达到50%和60%左右。	全国铁路固定资产投资完成额3.58万亿元，2015年底营业里程12.1万公里。

资料来源：互联网整理、华安证券研究所

我们将2012年前后基建行情的改善分为四个阶段，分别是政策面改善、资金面改善、行业基本面改善、企业基本面改善阶段，并对各个阶段基建相关板块的表现进行统计，挑选出每个阶段表现优于沪深300指数的子版块。

图表 18 与基建相关最紧密的14个子版块在四个阶段的二级市场表现

	政策面改善	资金面改善	行业基本面改善	企业基本面改善
	2011.3-2011.10	2011.11-2012.03	2012.04-2012.12	2013.1-2013.12
申万行业指数:水泥制造	✓			
申万行业指数:管材				✓
申万行业指数:房屋建设	✓		✓	✓
申万行业指数:装饰装修			✓	
申万行业指数:园林工程			✓	✓
申万行业指数:水利工程	✓			
申万行业指数:铁路建设	✓		✓	
申万行业指数:其他基础建设				✓
申万行业指数:钢结构	✓			
申万行业指数:环保工程及服务	✓			✓
申万行业指数:高速公路				✓
申万行业指数:机场	✓	✓	✓	✓
申万行业指数:物流	✓	✓		✓
申万行业指数:房地产开发	✓		✓	✓

资料来源：Wind、华安证券研究所

我们发现，在基建改善从政策传导到企业利润回暖的各个阶段，二级市场表现优异的子板块各不相同，板块轮动基本上遵循从基建产业链上游向下游传导的逻辑。在选出的 14 个与基建领域相关性最高的行业中，有 6 个板块仅在一个阶段明显跑赢沪深 300 指数，分别是第一阶段：水泥、水利、钢结构，第三阶段：装修装饰，第四阶段：管材、其他基础设施建设。

水利板块是 2012 年“补短板”发力的重点，水泥和钢铁是与基建投资联系最密切的上游原材料，这些板块在政策面改善确定后明显受到市场追捧，但后三个阶段表现相对偏弱；到基建投资增速开始反弹的阶段，二级市场表现有明显优势的板块逐步向下游延伸，装修装饰表现较为突出；2012 年 Q4，大部分基建企业业绩和盈利能力都回到正轨，而这个阶段二级市场投资更注重前期相关度不那么高的子板块，管材以及其他基础设施建设表现亮眼。

3 历史不会简单重复，结合当前环境看投资机会

从宏观数据背景来看，当前在政策方面的改善力度与 2012 年相当，基建投资所处阶段与 2012 年也有相似之处。不过，2012 年我国处于消化“四万亿”投资的时间段，经济增速从高增长调整为稳增长，与现在的供给侧改革深入，经济增长定调“L”型底有明显不同，而且今年强调的补短板领域主要涉及中西部农村基建，与 2012 年的水利补短板也有不同。结合当前环境，我们从三个角度出发选择投资机会：中西部基建补短板、扶贫推进农村基建补短板、民企融资环境改善。

3.1 中西部基建投资政策强助力

2018 年 7 月 23 日，国务院召开常务会议提出“要采取更加积极的财政政策，表达基础设施领域补短板的力度，特别是加快中西部基础设施建设。”中西部基建成为当前基建发力的重点。从区域上看，中西部地区基建投资相对不足，2018 年下半年开始，政策力度明显有倾斜。

中西部主要包括山西、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南、广西、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 19 各省（区）。中西部省份 2017 年 GDP 占全国比例仅为 37.71%，同期固定资产投资占比达到 53.31%，可见固定资产投资在中西部仍有较大的发展空间。2018 年，中西部各省政府针对基础设施建设提出明确要求，发力基建补短板。

图表 19 中西部地区省份 2018 年基建投资计划

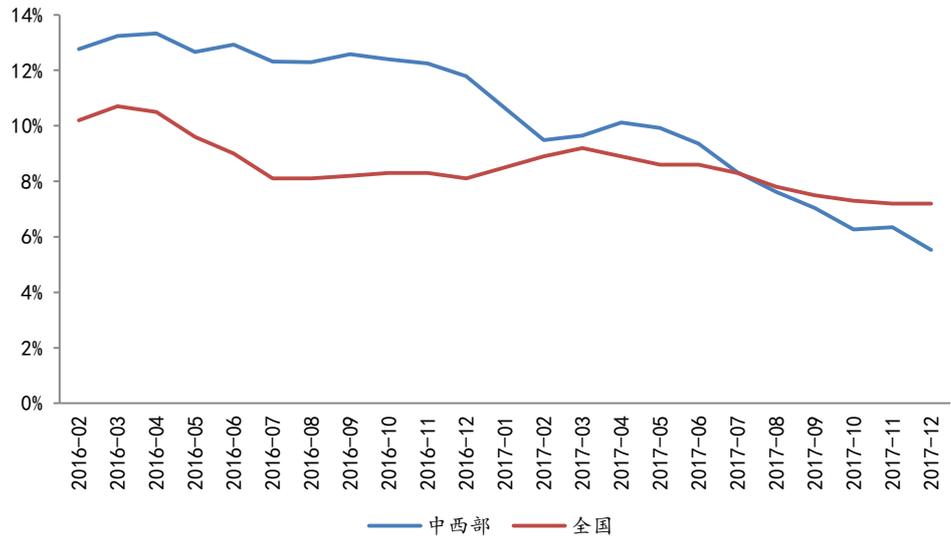
省份	相关基建投资
山西	推进大张、太焦、大原、阳太等重点铁路项目建设，实现大西高铁原平-太原段通车。完成新改建普通国省干线公路 1000 公里，新改建农村公路 10000 公里。
内蒙古	完成新改建普通国省干线公路 1600 公里，新改建农村公路 5000 公里。
吉林	推进长白铁路提速，搞好敦化至白河客专等两个铁路项目。力争长春市三期轨道交通规划获批，长春地铁 2 号线等 4 各项目开通运营。完成新改建普通国省干线公路 522 公里，新改建农村公路 1833 公里。
黑龙江	建成哈牡客专、哈佳快速，完成哈尔滨站改造，加快牡佳客专建设，提速改造哈佳既有线路，开工建设铁力至伊春、鹤岗至佳木斯铁路。加快哈尔滨地铁和地下综合管廊建设。完成新改建普通国省干线公路 2284 公里，新改建农村公路 4000 公里。

安徽	开工建设昌景黄个、池黄高铁，力争开工合新、宣绩高铁，建成杭黄高铁。完成新改建普通国省干线公路 3000 公里，新改建农村公路 17000 公里。
江西	开工建设昌景黄铁路，建成皖赣铁路浯溪口改线工程，抓紧建设昌吉赣客专、赣深客专、安九客专等 5 条铁路项目。完成新改建普通国省干线公路 850 公里，新改建农村公路 6000 公里。
河南	完成郑万、郑阜高铁河南段铺轨工程，加快郑州南站和太焦、商合杭高铁及蒙华铁路河南段建设。完成新改建农村公路 5000 公里。
湖北	抓好武西、郑万、武九、呼南、蒙华铁路湖北段和荆荆客专建设。完成新改建普通国省干线公路 1390 公里，新改建农村公路 10000 公里。
湖南	加快黔张常、蒙华铁路湖南段、渝怀复线、张吉怀、常益长等铁路项目建设，确保怀邵衡铁路建成通车。完成新改建普通国省干线公路 1000 公里，新改建农村公路 20000 公里。
广西	新开工湘桂铁路柳州段改建、柳州存车所等项目；续建贵阳至南宁、合浦至湛江、防城港至东兴、南宁至崇左等铁路项目；建成柳州火车站站房改扩建项目。完成南宁轨道交通 3 号线主体工程，加快南宁轨道交通机场专线前期工作，力争开工柳州轨道交通 1 号线。
四川	加快成贵、成兰等项目建设，力争川藏铁路成雅段等竣工，开工建设成都至西宁等项目。积极推进都江堰至四姑娘山轨道交通项目规划建设，加快建设高铁、地铁引入航站楼工程。完成新改建普通国省干线公路 1500 公里，新改建农村公路 16000 公里。
贵州	重点项目投资 9062 亿元，同比增长 6.6%，主要投向城市建设和交通运输领域，占比分别为 35.5% 和 18.7%。开工盘州至兴义铁路，建成铜仁至玉屏铁路。完成新改建普通国省干线公路 1100 公里，新改建农村公路 7700 公里。
云南	加快推进铁路州市全覆盖工程，完成广大铁路扩能改造，开工建设弥蒙高铁，做好渝昆高铁等前期工作。完成新改建农村公路 15000 公里。
西藏	2018 年重点公路建设项目 33 个，年度计划完成投资 386 亿元。铁路重点项目 2 个，年度计划投资为 42 亿元。权利推动拉林铁路建设，加快日喀则至吉隆口岸、林场铁路前期工作。完成新改建普通国省干线公路 5393 公里，新改建农村公路 6000 公里。
陕西	完善“米”字型高铁网络，建成西安北至空港新城段城际铁路，加快西安至银川高铁和西安至韩城等 4 条城际铁路建设，开工建设西安至延安高铁。建成西安地铁 4 号线，力争开工西安地铁 1 号线三期。完成新改建普通国省干线公路 3500 公里，新改建农村公路 10000 公里。
甘肃	2018 年重点项目投资金额为 1240 亿元，其中资金也主要投向交通基础设施领域，占比高达 53.4%。加快中卫至兰州等高铁项目建设进度，加快西宁至合作至成都（甘肃段）等铁路项目前期工作。兰州城市轨道交通 1 号线一期工程建成运营。完成新改建普通国省干线公路 1500 公里，新改建农村公路 10000 公里。
青海	重点项目投资金额为 1800 亿元，其中资金主要投向了交通和能源基础设施领域，占比分别达 26.8% 和 20.0%。全面建成格敦铁路，基本建成格库铁路省内段，加快推进西成铁路建设。完成新改建农村公路 6000 公里。
宁夏	全面开展中兰高铁建设。完成新改建普通国省干线公路 590 公里，新改建农村公路 900 公里。
新疆	推进和田至若羌、库尔勒至格尔木铁路等项目建设。推进乌鲁木齐市轨道交通项目建设。完成新改建普通国省干线公路 772 公里，新改建农村公路 15000 公里。

资料来源：wind、华安证券研究所

从基建各领域的投资机会可以看到，中西部各省份在基建投资方面仍有较大发展空间。铁路方面，各省今年的建设项目主要还是以续建为主，其中陕西、山西、河南、广西的铁路建设力度相对较大，新开工铁路项目较多；城轨方面建设中西部省份占比较少；省道方面，新改建普通国省干线公路西藏以 5393 公里全国领先，其他 3000 公里以上的也多分布在中西部（安徽、陕西和重庆）；农村公路方面，全国 2018 年将新建改建 20 万公里，其中中西部占比超过 75%。

图表 20 近两年中西部固定资产投资增速下行幅度超过全国水平



资料来源：Wind、华安证券研究所

从中西部地区的固定投资增速来看，近两年并没有明显高于全国水平，2017 年末甚至低于全国增速，中西部地区的固定资产投资空间仍有很大。

从中西部省份的重点项目投资领域来看，重点领域还是集中在公路、铁路等交通基础设施，而这些基建领域相关最直接的是基础建材以及施工板块。

3.2 乡村振兴战略规划出台，农村基建欲发力

今年 7 月 23 日国常会首先释放了稳定基建投资的信号；之后在 7 月 31 日中央政治局会议再次力挺基建，并强调加大补短板的力度；10 月 31 日，国办出台《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，就当前基建补短板重点领域进行了强调，其中对脱贫和农村基建领域的关注与以往补短板明显不同。

脱贫主要集中在中西部、西北部地区，以“三区三州”为首，建设重点是基础设施和基础公共服务设施；农村建设与日前发布的《乡村振兴战略规划》相结合，以公路、铁路、能源、水利、信息网络等方面基建建设为突破口，致力改善农业生产条件及农村生活环境。

图表 21 《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》关于农村基建推进的规划

基建领域	时间
农村公路建设	对具备条件的乡镇、建制村全部实现通硬化路，加强窄路基或窄路面路段加宽改建。对存在安全隐患的路段增设安全防护设施，改造农村公路危桥。有序推进较大人口规模的撤并建制村通硬化路。开展国有农场林场林区道路建设。
农村交通物流基础设施	支持农贸市场、农村“夫妻店”等传统流通网点改进提升现有设施设备，拓展配送等物流服务能力。到 2020 年，在行政村和具备条件的自然村基本实现物流配送网点全覆盖。完善农村客

网络建设	货运服务网络，支持县级客运站和乡镇客运综合服务站建设和改造。鼓励创新农村客运和物流配送组织模式，推进城乡客运、城乡配送协调发展。
农村水利基础设施网络建设	完成流域面积 3000 平方公里及以上的 244 条重要河流治理 ，加快推进流域面积 200-3000 平方公里中小河流治理；实施 1.3 万余座小型病险水库除险加固；开展 543 个县的农村基层防汛预报预警体系建设。完成大型灌区续建配套节水改造任务。新建廖坊二期、大桥二期等一批大型灌区。完成大型灌排泵站更新任务。
农村能源基础设施建设	因地制宜建设农村分布式清洁能源网络，开展分布式能源系统示范项目。开展农村可再生能源千村示范。启动农村燃气基础设施建设，扩大清洁气体燃料利用规模。 农村电网供电科考率达到 99.8%，综合电压合格率达到 97.9%，户均配变容量不低于 2 千伏安，天然气基础设施覆盖面和通达度显著提高。
农村新一代信息网络建设	高速宽带城乡全覆盖，2018 年提前实现 98%行政村通光纤，重点支持边远地区等第四代移动通信基站建设。持续加强光线到村建设，完善 4G 网络向行政村和有条件的自然村覆盖， 到 2020 年，中西部农村家庭宽带普及率达到 40%，在部分地区推进“百兆乡村”示范及配套支撑工程。 改造提升乡镇及以下区域光线宽带渗透率和接入能力，开展有关城域网扩容，实现 90%以上宽带用户接入能力达到 50Mbps 以上，有条件地区可提供 100Mbps 以上接入服务能力。

资料来源：中国政府网、华安证券研究所

当前基建政策面的发力明确了未来几年基建投资的重点领域，不论是传统的基建投资领域，如铁路、公路、水利等领域，还是新增的中西部区域建设、农村基建等领域，基础建材都是不可或缺的。基础建材主要包括水泥、玻璃以及其他建材，对比三个领域的当前背景，我们认为水泥行业与基建投资相关度最高，并且行业正值供给侧改革深入的关键阶段，优质行业龙头优势越发明显，行业集中度与日俱增，明年的投资机会优于其他两个子板块。

3.3 民营企业融资环境望改善，细分建材领域受益多

2018 年以来，民营企业融资困难的问题一直困扰着很多民营企业的运营，其实形成这样的问题并非一蹴而就：2012 年我国将经济定调稳增长，同时大力推进基建投资，制造业投资占比下行，而民企的主力军是制造业，这使得民企在 2013 年之后新增信贷占比急转直下，主要是基建投资的飙升将信贷资源更多的引导至国有企业。温州被视作实体经济的风向标，根据当地人民银行统计，该区域今年 1-6 月的新增贷款中，国企占比约为 78%，民企占比约 20%，民企的融资困难可见一斑。

今年基建发力已经确定，但如果一味的重基建轻制造，那民企发展的动力会越来越差。好在今年民企的融资环境同时受到了重视，上半年央行已经加大了对小微企业和民营企业的贷款投放，但实际改善效果不明显，到 10 月份前后，国务院、央行、证监会等多个政府机构纷纷表态聚焦解决中小微企业和民营企业的融资难题，相关部门还落实了具体的措施。

图表 22 2018 年民企融资环境恶化，下半年政策密度明显提升，明确加大对民企的融资支持

时间	机构	内容
6 月份	中国人民银行	明确为改善小微企业和民营企业融资环境，央行已经增加了再贷款和再贴现额度 1500 亿元。加上此次的 1500 亿元，年内央行已累计增加 3000 亿元再贷款和再贴现额度。
9 月 28 日	国务院总理李克强在浙江台州主持召开座谈会	22 位浙江不同所有制企业的负责人被请上“主桌”发表他们的意见和建议，其中民营企业占一半以上。

10月20日	国务院金融稳定发展委员会	提出增强微观主体活力，特别要聚焦解决中小微企业和民营企业融资难题，并提出了多条具体措施。包括，实施好民企债券融资支持计划，研究支持民企股权融资，鼓励符合条件的私募基金管理人发起设立民营企业发展支持基金；完善商业银行考核体系，提高民营企业授信业务的考核权重；健全尽职免责和容错纠错机制，对已尽职但出现风险的项目，可免除责任；对暂时遇到经营困难，但产品有市场、项目有发展前景、技术有市场竞争力的企业，不盲目停贷、压贷、抽贷、断贷；有效治理附加不合理贷款条件、人为拉长融资链条等问题。
10月22日	中国人民银行	公告称，为贯彻落实党中央、国务院支持民营经济发展的重要指示精神，经国务院批准，按照法治化、市场化原则，人民银行引导 设立民营企业债券融资支持工具 ，稳定和促进民营企业债券融资。当日，央行还决定在今年6月份增加再贷款和再贴现额度的基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。
11月2日	证监会党委	通知，要求针对当前民营企业在融资、股权质押平仓风险等方面的问题，深入研究提出支持民营企业发展的具体措施。在优化监管制度、拓宽股权债权融资渠道、营造公平竞争环境、完善政策执行方式等方面进一步加大工作力度，切实支持民营企业发展壮大。
11月4日	工信部部长苗圩	工信部将抓紧制定出台进一步支持中小企业发展的政策措施， 减税降费，解决中小企业融资难融资贵 ，提高中小企业自身发展的能力，建立更多面向中小企业的公共服务平台，支持中小企业克服眼前的困难。工信部将进一步优化民营企业营商环境，放宽民间资本在电信、军工等领域市场准入。
11月15日	国家发改委政策研究室副主任兼新闻发言人孟玮	为解决当前民营企业发展中遇到的融资困难，国家发改委积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。一是积极支持优质民营企业发债融资二是加大小微企业增信集合债券对民营企业的支持力度。三是支持发行创业投资类企业债券。四是协调推进民营企业违约债券处置，助力民营企业纾困。五是配合金融管理部门，实施民营企业债券融资支持计划和股权融资支持计划。

资料来源：互联网整理、华安证券研究所

民营企业融资困难的问题在今年上半年显得尤为突出，面对这种情况，下半年尤其是四季度，相关机构纷纷落地相关支撑政策，但对政策的消化以及银行对放贷风险把控的改变很难在短期内有明显改善。在各部委发布的政策中，优质民营企业的字眼多次被强调，行业中有成本、渠道等方面优势的民企，有望在这次融资环境转暖中率先受益。

3.4 当前时点，建议关注水泥、管材和装修装饰

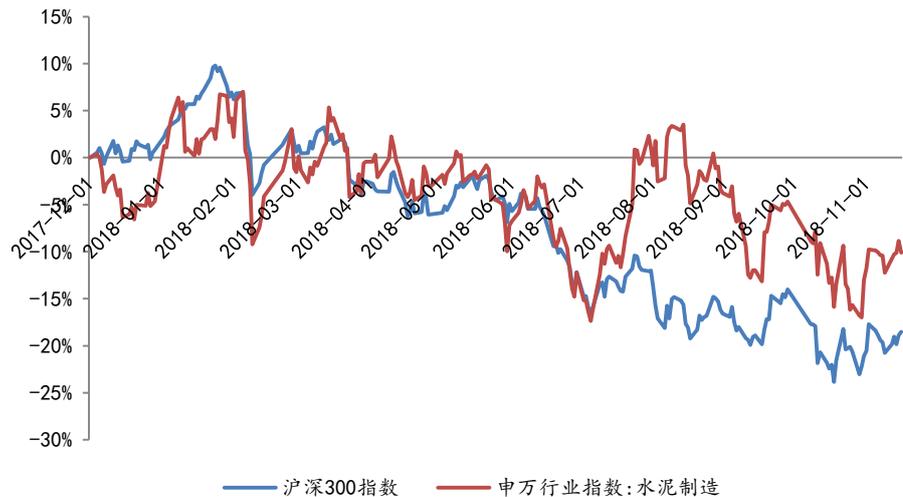
综合中西部基建补短板、农村基建补短板以及民营企业融资环境改善的背景情况，我们认为，水泥行业作为基础建材的代表，当前正处在供给侧改革日趋成熟的阶段，中西部和农村基建补短板多为基础交通建设，对水泥的需求端支撑有望形成水泥行业区域性投资机会；此次基建推进强调了地下管网的铺设，完善城市功能性基建，管材行业多数为民营企业，在需求和融资同步改善的情况下，明年有望迎来投资机会；当前时点房地产尚有不确定性，但通过对历史数据的考量，在房地产行情向好的阶段，装修装饰行业会有良好的订单支撑而与房地产同步上行，在房地产投资降温的阶段，装修装饰与房地产行业的相关性会下降，即便明年房地产行情趋弱，基建投资同样会为装修装饰行业带来工装订单，行业内优质

企业投资机会将会呈现。

3.4.1 供需两端齐发力，水泥行业现区域投资机会

2018年水泥行业二级市场行情虽不及2017年强势，但相对沪深300指数仍有相对收益，与水泥行业供给侧改革继续深入推进是分不开的。全国各地针对水泥行业去产能持续出台政策，错峰停窑时间已扩充至夏季，错峰范围继续扩大，安徽、江苏等地首次执行冬季错峰，加之环保限产继续发力水泥供给端，水泥新增产能得到有效控制。2017年我国水泥行业总产能约为182000万吨，新增产能2046万吨，新增产能继续回落，同比减少20.02%。

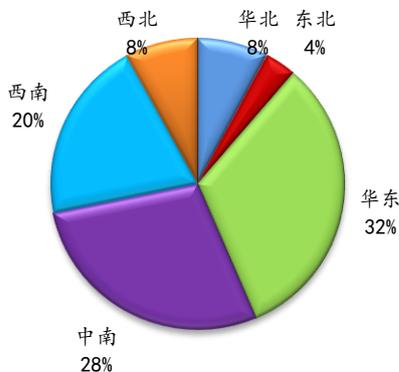
图表 23 过去一年水泥板块二级市场走势相对强势



资料来源：Wind、华安证券研究所

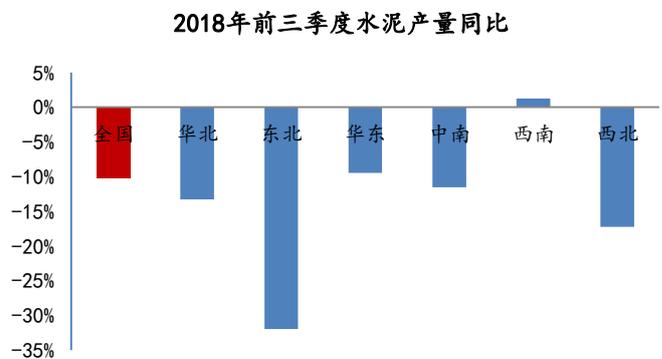
从产量来看，2018年前三季度，水泥行业产量15.83亿吨，全口径统计同比减少10.15%，供给侧改革持续深入效果明显，以2017年总产能为基准，产能利用率降至86%左右。分区域来看，华东和中南仍是水泥产量最高的地区，但中南地区产量占比较2017年有所减少，西南地区占比提升较多。北方地区在整体需求偏弱，错峰停窑及环保督查对区域内水泥产量限制明显，东北地区水泥产量同比降幅高达32%，西北和华北地区降幅分别为17.26%和13.30%。

图表 24 2018年前三季度各地水泥产量同比变动情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 25 2018年前三季度仅西南地区水泥产量同比有增

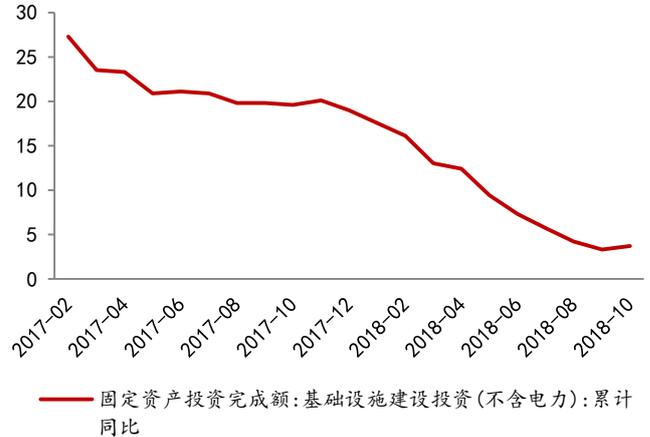
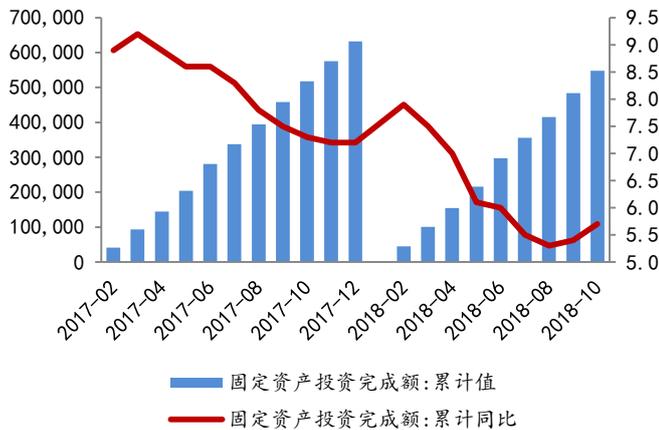


资料来源：Wind、华安证券研究所

2018 年水泥行业需求端整体呈现弱化，截至 2018 年 10 月固定资产投资完成额为 54.76 万亿元，同比增长 5.7%（去年同期为 7.3%），其中基础设施建设投资（不含电力）同比增速降至 3.7%（去年同期为 19.6%），房地产开发投资完成额 9.93 万亿元，同比增长 9.7%（去年同期为 7.8%）。相比之下，房地产增速仍保持正向增长，而其他固定资产投资，尤其是基建投资增速下滑幅度明显。

图表 26 2018 年固定资产投资增速呈整体下行趋势

图表 27 2018 年基建投资增速降幅明显



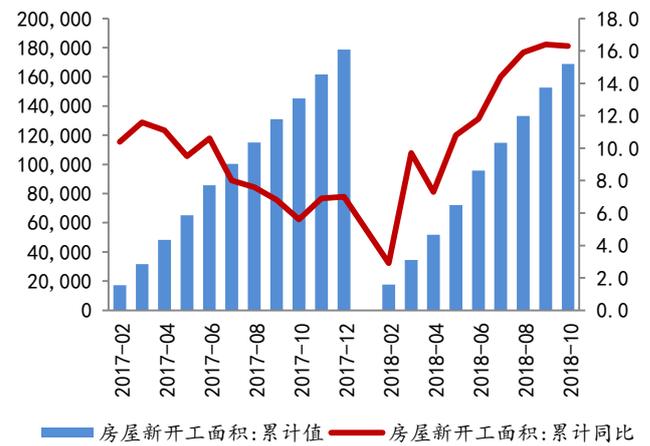
资料来源: Wind、华安证券研究所

资料来源: Wind、华安证券研究所

房地产投资全年保持相对高增长，投资增速仍处于高位，新开工房屋面积累计值下半年同比增速更是有明显提升，截至 2018 年 10 月同比增速 16.3%，较 2017 年同期增速提升 10.7pct。房地产整体并未延续去年的放缓趋势，但当前房地产政策的不确定性增大，后市或难以维持同比高增速。整体来看，房地产投资成为了水泥行业今年需求端支撑的重点，但其绝对增量仍对水泥行业需求形成稳定支撑。

图表 28 2018 年我国房地产投资同比增速保持较高增速

图表 29 2018 年房屋新开工面积同比增速提升明显



资料来源: Wind、华安证券研究所

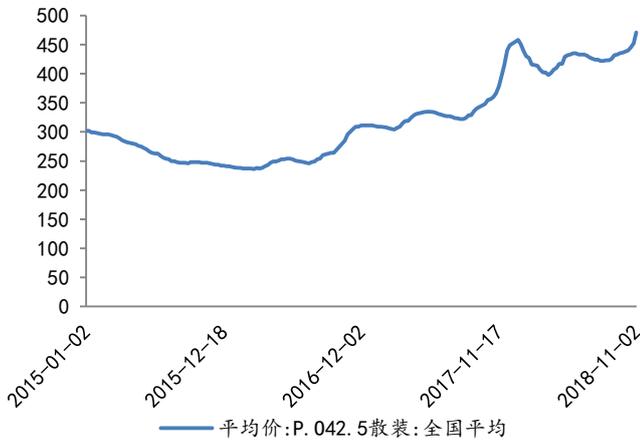
资料来源: Wind、华安证券研究所

在供给侧改革推进常态化的背景下，水泥新增产能得到有效控制，总产量同比下降趋势明显，而需求端基建、房地产施工数据纷纷弱化，行业供需关系继续优化，落后产能淘汰加速，产品价格今年呈现已经季节性波动，但整体仍维持在近年来的高位。截至 2018 年 11 月 2 日，全国 42.5 标号水泥均价为 471 元/吨，较年初上涨 2.84%，较去年同期上涨 30.83%。

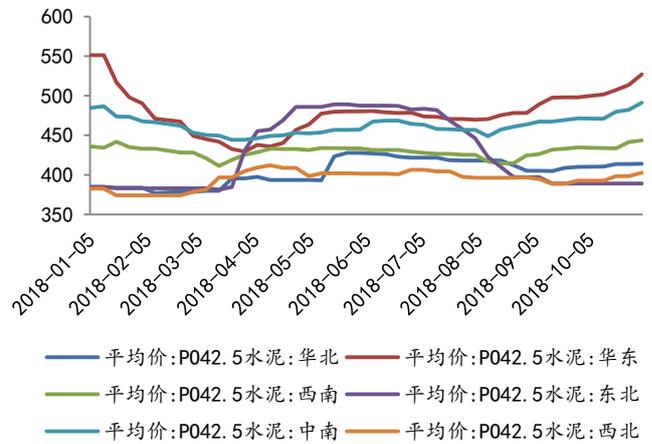
分区域看，截至 2018 年 11 月 2 日，全国各地水泥价格平均价较年初涨幅最

大的是华北地区，较年初上涨 7.81%，其次是西北地区，较年初上涨 5.22%；对比去年同期的价格，涨幅最大的三个区域分别为华东、中南和西南，涨幅分别为 28.05%、25.68%、24.40%。当前价格来看，华东地区继续领跑全国，其次是中南地区，与区域内需求的稳定支撑密不可分。

图表 30 今年我国水泥价格保持高位震荡



图表 31 年初至今华北地区水泥价格涨幅最大

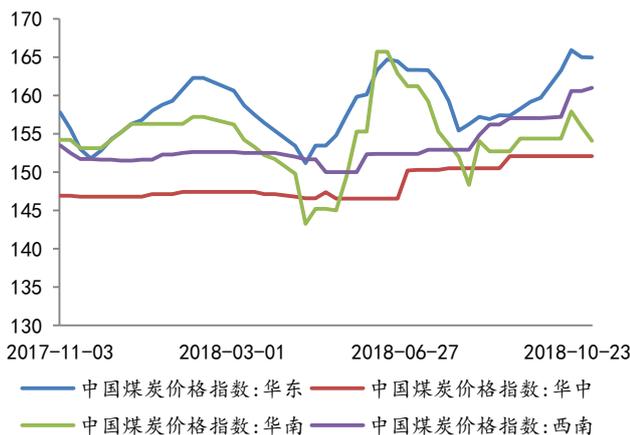


资料来源: Wind、华安证券研究所

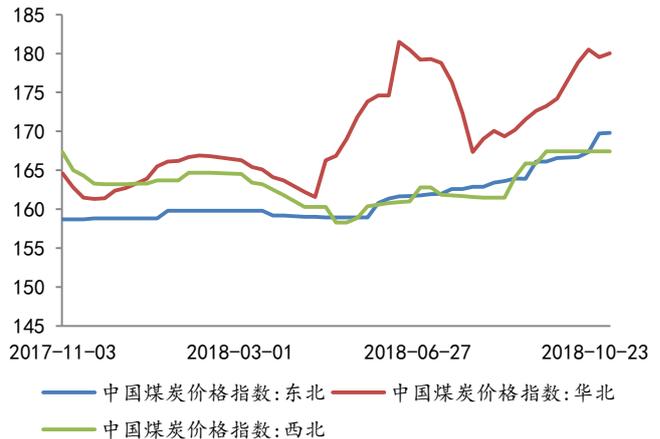
资料来源: Wind、华安证券研究所

作为水泥成本端最重要的组成部分,煤炭价格在 2018 年的表现与水泥价格波动相似,不过水泥价格在去年年末两个月的推升,提高了水泥企业的盈利能力。截至 2018 年 11 月 8 日,全国主要城市动力煤平均价为 599 元/吨,较年初微升 0.34%,较去年同期增长 1.18%。从各地价格指数走势来看,全年没有特别明显的上扬或下挫,价格基本上呈现小幅的季节性波动,其中华北地区过去一年涨幅最为明显,指数上涨 9.37%。相对水泥价格的波动来看,煤炭价格在成本端给予水泥企业的压力可以忽略不计,水泥企业有望继续保持较高的毛利率水平。

图表 32 近 1 年南方多地煤炭价格指数呈上扬态势



图表 33 近 1 年北方地区煤炭价格指数均呈现上扬态势



资料来源: Wind、华安证券研究所

资料来源: Wind、华安证券研究所

供给端收缩,需求端维稳,供需关系逐步平衡,水泥价格上涨,企业利润明显回暖。2018 年前三季度 A 股上市的 18 家水泥企业共实现营收 2267.05 亿元,同比增长 38.78%,归母净利润 356.03 亿元,同比增长 110.19%,企业经营情况继续保持大幅增长。从个股利润表现来看,2017 年前三季度仅有 3 家归母净利润出现同比下滑,其中同比涨幅超过 100%的有 11 家,归母净利润在中位数之上的

涨幅居前的是冀东水泥、万年青、华新水泥。从盈利能力来看，2018年前三季度销售毛利率同比下滑的仅有2家，其中8家涨幅超过10个百分点，行业盈利水平持续回暖。

图表 34 水泥行业 A 股上市企业 2018 年前三季度业绩表现

公司名称	2018Q3 营收 (亿元)	同比变化	2018Q3 归母净利 润 (亿元)	同比变化	2018Q3 毛利率	同比变化
海螺水泥	777.92	55.46%	207.16	111.20%	41.39%	8.95%
金隅集团	560.64	21.55%	31.03	19.15%	27.87%	1.36%
冀东水泥	221.19	94.14%	14.15	343.17%	30.87%	1.57%
华新水泥	190.40	32.68%	34.11	224.98%	38.30%	11.95%
亚泰集团	99.66	20.31%	1.05	-38.45%	29.60%	0.11%
万年青	70.18	52.06%	8.72	272.58%	33.29%	10.96%
金圆股份	56.90	101.76%	3.70	44.34%	13.99%	-7.76%
天山股份	56.29	11.85%	7.65	143.90%	31.35%	5.76%
塔牌集团	45.23	48.68%	12.49	147.38%	41.21%	12.74%
祁连山	43.17	-6.72%	5.51	-4.95%	33.64%	2.00%
上峰水泥	36.25	23.33%	9.18	101.61%	44.09%	11.74%
宁夏建材	31.09	-9.58%	3.48	21.17%	35.43%	5.33%
尖峰集团	23.08	17.40%	4.88	67.53%	41.93%	10.92%
福建水泥	19.96	70.41%	3.22	501.20%	33.56%	23.01%
青松建化	19.52	24.26%	4.52	18509.88%	30.60%	13.25%
四川双马	14.74	-20.76%	4.98	431.24%	47.37%	28.12%
*ST 狮头	0.59	0.89%	0.09	125.61%	24.60%	3.27%
博闻科技	0.25	53.63%	0.11	-75.29%	-0.19%	-8.01%

资料来源：wind、华安证券研究所

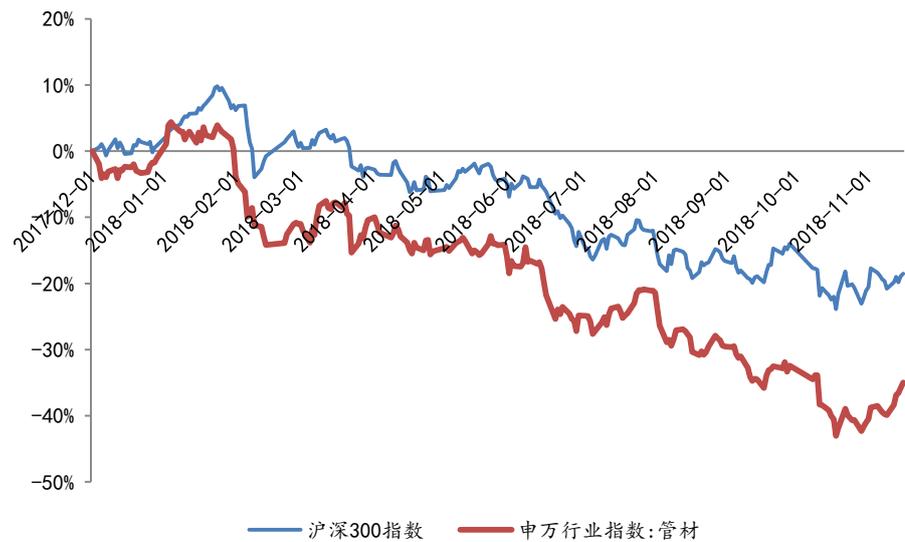
水泥行业 2019 年投资策略

水泥行业供给侧改革逐步进入成熟期，2018 年行业供需关系保持稳定，价格在去年高位呈现季节性波动，企业利润回暖明显。基建投资的回暖有望对水泥行业需求端形成支撑，但房地产市场的不确定将对行业需求端产生影响。我们认为，2019 年供给侧改革日趋成熟，供给端变化有限，重点应关注需求端：需求端或将呈现区域性差异化，中西部基建补短板有望助力区域龙头保持强势；另外，农村基建补短板对业务布局范围广的优质企业有支撑。重点推荐华新水泥。

3.4.2 管材行业迎需求、融资同步改善

我们统计了所有申万其他建材板块的企业，其中民企占比超过 80%，管材行业中民企占比达到 90%，结合 2012 年基建轮动的板块表现，我们认为管材行业有望在此次基建投资加码和民企融资改善中受益更多。从过去一年的二级市场走势来看，管材板块与沪深 300 指数相关性较强，涨跌基本一致，但下跌幅度要大于市场整体，走势偏弱。

图 表 35 过去一年管材板块二级市场走势明显偏弱



资料来源: Wind、华安证券研究所

从管材行业上市公司经营情况来看, PCCP 管材 2018 年前三季度共实现营收 24.89 亿元, 同比增长 26.32% (去年同期增速为 21.75%), 归母净利润 5931.74 万元, 去年同期为 -1.18 亿元; 塑料管材 2018 年前三季度共实现营收 113.67 亿元, 同比增长 12.22% (去年同期增速为 24.32%), 归母净利润 11.17 亿元, 同比增长 21.47% (去年同期增速为 4.76%), 10 家公司 2018 年前三季度毛利率水平涨跌互现, 5 家提升, 5 家下降。

图 表 36 2018 年前三季度 PCCP 管材业绩向好, 整体盈利回暖

公司名称	2018Q3 营收 (元)	同比变化	2018Q3 归母净利润 (元)	同比变化	2018Q3 毛利率	同比变化
青龙管业	769609261.4	32.43%	37580029.28	153.29%	29.2938	-3.62%
龙泉股份	742990748.1	45.23%	19169119.92	177.79%	41.2174	10.49%
韩建河山	581541347.5	29.60%	7273698.7	127.96%	20.8421	-0.97%
国统股份	394562659.8	-7.96%	-4705451.57	-268.15%	23.1598	4.87%

资料来源: wind、华安证券研究所

从业绩表现上来看, PCCP 管材企业整体利润回暖明显, 但盈利水平出现分化表现。我国 PCCP 管市场集中度很高, 前十强企业的全国产量占比超过 80%, 但受制于 PCCP 管应用领域较小, 行业对大型水利工程依赖度较强, 且产品同质化程度较高。2018 年水成本端钢铁、水泥价格全年保持在高位, 主要是受到成本端钢铁、水泥价格上涨的影响, 行业下游需求端整体未有明显改善, 产品价格涨幅虽有提升, 但不及成本端涨幅, 加之行业竞争压力继续增大, 企业盈利能力难有起色。

截至 2018 年 9 月, 水利、环境和公共设施管理业投资额同比增长 2.1%, 全年增速大幅放缓, 行业需求端弱势运行。水利建设 PPP 项目投资额为 5009.69 亿元, 同比增长 45.67%, 增幅超过水利项目整体增速, 在 PPP 项目数量增速持续提升的背景下, 水利建设 PPP 项目增速有望维持。需求端的变化与 PCCP 管材行业变化息息相关, PPP 项目逐步成为 PCCP 企业承接项目的主要方式。一般 PPP 项目回款速度较慢, 这几年 PPP 项目的积累, 或将成为 PCCP 行业未来业绩上涨的主要支撑。

图表 37 水利相关投资完成额增速大幅放缓



图表 38 水利建设 PPP 投资额减少幅度不大



资料来源: Wind、华安证券研究所

资料来源: Wind、华安证券研究所

目前,我国塑料管材主要应用领域包括农业、市政给排水和建筑给排水,这三个领域占比近 70%。从产品分类来看,PVC 管占比 55%,PE 管 30%,PPR 管 10%,其中 PVC 管主要应用于建筑给排水及工建农业生产领域,PE 管主要应用于市政给排水及燃气等工程领域,PPR 管主要应用于建筑给排水及供暖管领域。

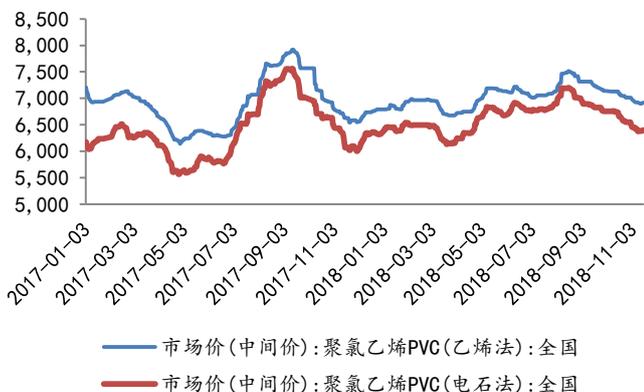
图表 39 2018 年前三季度塑料管材业务业绩上行,整体利润上行

公司名称	2018Q3 营收 (元)	同比变化	2018Q3 归母净利润 (元)	同比变化	2018Q3 毛利率	同比变化
伟星新材	2967271756	15.20%	654035081.3	20.06%	47.30%	0.41%
顾地科技	1278675795	-10.27%	17437607.52	-11.33%	19.41%	-2.64%
永高股份	3717150926	15.57%	162351884.9	24.90%	23.83%	0.89%
雄塑科技	1311843014	23.85%	152238770.3	73.73%	22.99%	2.14%
东宏股份	1188688713	24.79%	125061910.7	22.27%	23.22%	-0.03%
纳川股份	902914201	0.44%	5711992.75	-83.74%	17.71%	-2.10%

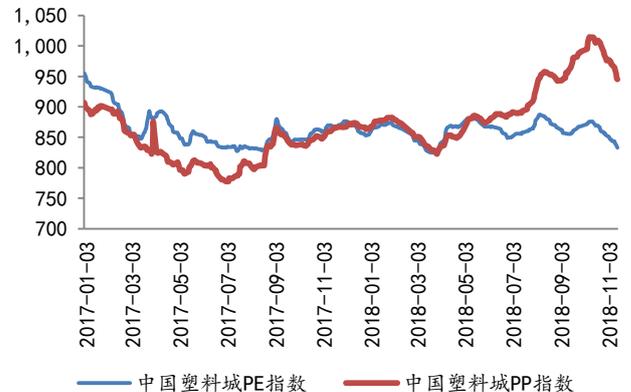
资料来源: wind、华安证券研究所

2018 年前三季度,上市的 6 家塑料管材企业总营收 113.67 亿元,同比增长 12.23%,归母净利润 11.17 亿元,同比增长 21.47%,整体毛利率略有下滑。2018 年以来,PVC、PE 价格较去年没有明显波动,基本呈现震荡走势,PP 价格在 Q2-Q3 有明显攀升,近期价格有所回落,塑料管材成本端压力不大。

图表 40 2018 年 PVC 价格整体呈现震荡上行



图表 41 2018 年 PE 指数小幅震荡,PP 指数上行明显



资料来源: Wind、华安证券研究所

资料来源: Wind、华安证券研究所

管材行业 2019 年投资策略

PCCP 管材行业情况有所好转，不过需求端水利项目投资增速持续下行：虽然当前基建宽松预期强烈，但与 2012 年不同的是，水利并没有作为补短板的重点，明年水利投资增速可能会小幅转暖，难有大幅反转。行业上游水泥供给侧改革日趋成熟，产品价格预计将维持 2018 年水平。综合来看，成本端和需求端均难有明显改善，行业基本面改善尚需时日。

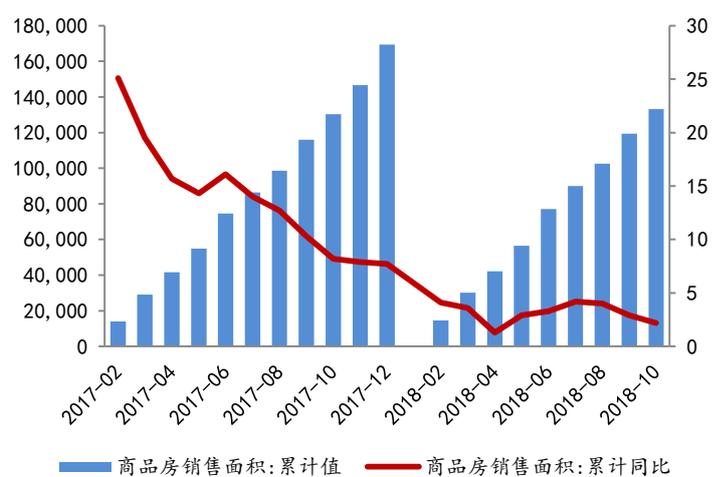
塑料管材上市公司均为民营企业，当前融资环境改善预期强烈的背景下，优质企业有望扩大业务量，提升市占率。塑料管材所涉及的供水、供电、供热等领域，与基建投资中基础设施的完善密切相关。塑料管材行业融资、需求同步改善，优质企业投资价值尽显。建议关注伟星新材。

3.4.3 基建风起，工装订单推动装修装饰

基建政策面改善已经落实，资金支持路径开始放开，基建投资增速回暖指日可待，但房地产能否跟上不确定性较大。2018 年受到各地房地产限购政策影响，房地产竣工面积同比大幅减少，商品房销售面积增速回落也很明显，虽然受补库存影响，房地产投资增速仍保持上扬，后市若限购政策继续趋严或维持现状，房屋竣工、商品房销售以及房地产投资恐均难有明显改善。

图表 42 2018 年房屋竣工面积大幅减少

图表 43 2018 年商品房销售面积增速回落明显



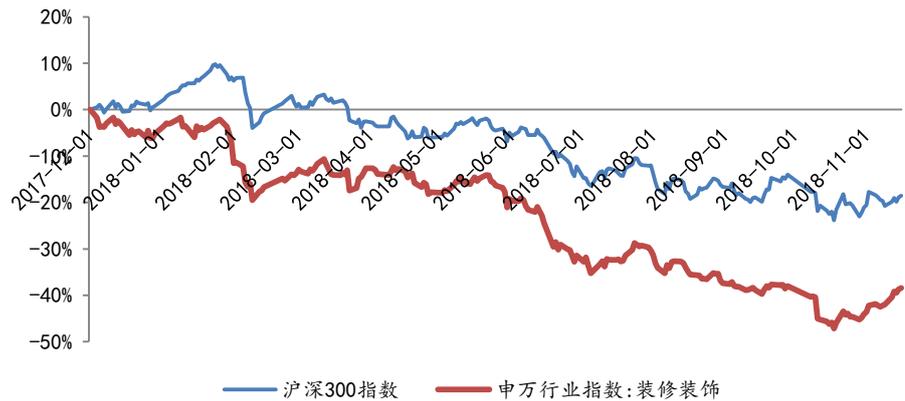
资料来源：Wind、华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所

虽然此次基建宽松的发力点不是房地产，但我们仍认为装修装饰行业有投资机会：通过对历史数据的考量，在房地产行情向好的阶段，装修装饰行业会有良好的订单支撑而与房地产同步上行，在房地产投资降温的阶段，装修装饰与房地产行业的相关性会下降，即便明年房地产行情趋弱，基建投资同样会为装修装饰行业带来工装订单，行业内优质企业投资机会将会呈现。

过去一年受到房地产销售数据趋弱的影响，下游装修装饰行业二级市场走势明显弱于沪深 300，下行幅度非常明显。不过，近期在基建预期回暖的影响下，装修装饰板块二级市场表现有回暖迹象，反弹幅度高于市场整体水平。

图表 44 过去一年装修装饰板块二级市场走势大幅弱于市场



资料来源: Wind、华安证券研究所

我们对申万装修装饰板块企业今年表现进行了罗列, 2018 年前三季度归母净利润实现同比上涨的占比 71%, 仅有 1 家企业未能实现盈利。毛利率水平方面, 同比上扬和下滑对半开, 整体行业盈利水平有所提升。

图表 45 装修装饰行业 A 股上市企业 2018 年前三季度业绩表现

公司名称	2018Q3 营收 (亿元)	同比变化	2018Q3 归母净利 润 (亿元)	同比变化	2018Q3 毛利率	同比变化
金螳螂	185.39	17.85%	15.84	10.24%	19.37%	2.76%
广田集团	100.06	15.36%	4.62	20.51%	12.25%	0.78%
江河集团	110.70	2.49%	4.42	28.53%	16.94%	2.60%
亚厦股份	65.16	4.43%	3.12	3.39%	15.36%	0.55%
宝鹰股份	51.11	6.24%	3.04	7.66%	15.06%	-0.28%
名家汇	9.74	135.81%	2.53	115.48%	50.96%	-4.97%
风语筑	12.74	5.21%	1.72	16.78%	31.78%	2.31%
大丰实业	11.97	5.80%	1.56	-1.32%	32.76%	2.52%
奇信股份	34.67	31.08%	1.49	13.91%	14.12%	-0.98%
洪涛股份	30.44	19.66%	1.42	4.38%	20.61%	-0.32%
中装建设	29.64	36.57%	1.33	15.85%	13.57%	-1.48%
全筑股份	45.36	51.50%	1.27	160.35%	12.71%	1.75%
瑞和股份	25.96	23.92%	1.23	22.70%	13.04%	-0.67%
东易日盛	29.40	23.53%	0.84	99.54%	35.88%	0.91%
亚泰国际	15.63	17.86%	0.79	30.33%	17.95%	0.25%
建艺集团	20.82	6.07%	0.79	9.43%	13.00%	1.17%
维业股份	17.37	27.17%	0.75	29.99%	12.85%	-0.49%
柯利达	13.67	3.73%	0.67	69.77%	16.98%	3.21%
美芝股份	6.55	5.98%	0.29	-19.36%	13.04%	-1.70%
*ST 创兴	1.14	335.82%	0.19	-116.19%	14.19%	-4.23%
华凯创意	2.68	-18.39%	0.19	-47.08%	28.08%	-1.80%
名雕股份	4.94	1.84%	0.15	-21.77%	30.35%	0.48%
弘高创意	8.84	-47.69%	0.14	-86.42%	16.43%	-3.18%
*ST 罗顿	0.56	-25.29%	-0.27	-15.83%	3.35%	-0.67%

资料来源: wind、华安证券研究所

装修装饰行业一般会滞后于房地产周期半年到一年左右的时间，2018 年行业整体好转来自于 2017 年房地产销售数据的改善。目前房地产销售数据下行趋势明显，短期内难有改善，装修装饰行业订单开始向工程装修领域倾斜，包括一些基建相关的工程装修，如车站、机场等。

装修装饰行业 2019 年投资策略

装修装饰行业与房地产关系密切，此次基建宽松房地产不是重点，可能会对家装市场产生影响。我们认为，基建投资对细节的装修装饰重视程度越来越高，如车站、机场等装修品质与日俱增，在房地产投资变化不确定性增强的背景下，重视工装业务布局的装修装饰企业，有望在本轮基建宽松中受益。建议关注行业龙头企业金螳螂。

3.5 重点投资标的推荐

3.5.1 华新水泥（600801）：业务范围持续扩张，多元化布局注入成长性

主要观点：

B 股水泥第一股，股权明晰，今年瑞银、高盛入驻

华新水泥上市时属于地方国企，1999 年公司通过定增发行 7700 万 B 股股份，引入了国际水泥巨头 Holchin B.V. 成为股东，实现了营收和盈利能力同步上行。截至 2018 年 6 月底，Holchin B.V. 占公司总股份比例达到 39.85%，成为公司第一大股东。2018H1 瑞银和高盛进入公司前十大股东，持股比例分别为 1.40% 和 0.73%。

2018 年 H1 业绩亮眼，盈利能力大幅提升

上半年水泥行业呈现供需双降的整体态势，供需关系平稳，水泥价格较去年同期保持同比大幅提升。公司 2018H1 实现营收 118.83 亿元，同比增长 26.76%，归母净利润 20.68 亿元，同比增长 184.07%。H1 水泥及熟料销售基本与去年同期持平，在原材料等成本方面的控制继续优化，毛利率水平同比大幅提升 11.63pct 至 37.76%，吨毛利达到 125.35 元/吨的历史峰值。

湖北地区水泥龙头，进军西南地位与日俱增

2017 年公司在湖北实现营收 71.63 亿元，占总营收比例为 34%，是第一核心业务区域。2017 年湖北省水泥熟料总产能 6151 万吨，其中华新水泥占比约为 35%，是省内水泥的龙头企业。近年来随着拉法基中国旗下水泥业务的转移，公司在西南地区的业务布局明显提升，2017 年占总营收比例同比提升 14.45 个百分点至 36.89%，其中云南地区营收占比达到 18.83%，取代湖南地区成为公司第二大营收贡献区域。公司近年来坚持并购式产能扩张，在云南、重庆等西南地区业务覆盖明显加码，海外业务也开始启动。

供给侧改革深化，公司受益明显

目前水泥行业的供给侧改革持续深化，政策推行呈现多元化，主要包括水泥企业错峰停窑、企业并购重组、32.5 级低标号水泥产品的淘汰、环保政策持续加码、水泥排污许可证制度的出台等。公司主营业务所处区域错峰政策执行力度加大，环保要求提升，供给侧改革推行顺利。公司作为龙头企业，在行业中起到了表率作用，主动减少了低标号水泥的生产并加码了在环保方面的布局，成为供给

侧改革红利下率先受益的企业之一。

多元化布局完善产业链，保持成长巩固竞争优势

在站稳水泥业务为核心的基础上，公司对混凝土、骨料以及协同处理垃圾业务布局同样顺利推进，对公司在水泥产业链的布局提供了支撑。在水泥线上销售领域，公司走在行业前列，形成了相对成熟的线上线下结合的销售体系，今年与京东战略合作，进一步提升了销售方面的布局。

盈利预测与估值

公司是中国水泥 B 股第一股，外资关注度较高，实际控制人为全球水泥巨擘拉法基豪瑞。2018 年水泥行业受到供给侧改革深化影响，行业供需关系保持平衡，公司作为区域龙头受益明显，H1 吨毛利创历史新高，成本结构持续优化。同时，公司在商品熟料、混凝土、骨料以及环保业务方面继续推进，产业链布局进一步完善。我们预测，2018-2020 年，公司 EPS 分别为 2.65 元/股、3.01 元/股、3.23 元/股，对应 PE 为 7.5 倍、6.6 倍、6.1 倍，给予“买入”评级。

3.5.2 伟星新材 (002372)：业绩持续稳增，龙头优势显现

事件：公司发布 2018 年半年度业绩报告，报告期内实现营收 18.87 亿元，同比增长 18.39%；归母净利润 3.86 亿元，同比增长 23.61%；基本每股收益 0.30 元/股，同比增长 25.00%。

主要观点：

核心业务稳增，竞争力持续走强

2018 年上半年公司 PPR、PE、PVC 等核心管材业务均保持稳定增长态势，营收同比分别增长 16.40%、18.54%、24.22%，三项业务合计占总营收比例为 96.76%。公司综合毛利率录得 46.06%，较去年全年下滑 0.66 个百分点，但较去年同期上涨 1.09 个百分点，公司往年下半年毛利率普遍高于上半年，2018 年全年毛利率有望保持上行态势。2018 上半年石油均价同比涨幅约为 5%，公司在成本压力攀升的背景下仍保持了业绩和盈利能力的同步提升，行业龙头优势继续扩大。

核心销售区域稳步前进，出口业务受工程订单减少影响有下滑

分区域来看，公司 2018 上半年营收主要集中在华东和华北地区，营收占比分别为 52.15%和 20.72%，略高于去年的 51.74%和 20.48%，同比增长均超过 19%，增速超过整体水平。其他国内区域业务占总营收比例变动不大。出口方面营收同比下滑了 29.15%，主要是公司去年在国外签订了一些工程业务订单，今年同期没有这类订单，若单看零售方面，公司在出口业务方面营收实现同比小幅增长。

前期渠道布局进入收获期，打造“同心圆”产业链拓展产品品类

公司是国内 PPR 管材行业的龙头，一直重视产品质量的提升和品牌的建设，在渠道铺设方面走在行业前列。目前公司零售业务占比约 70%，前期渠道布局为公司开拓新产品零售业务提供了平台支撑。公司提出打造“同心圆”产业链的战略思路，借力渠道优势，加大 PVC 线管等家装系列管道的配套销售力度，同时推进防水和净水等新业务的品牌建设和营销服务。

防水业务开始盈利，整体保持稳步推进

公司 2017 年开始布局防水涂料业务领域，主要集中在华东地区，今年上半年开始贡献利润，整体体量不大。公司以高起点进军防水领域，实现了多元化发展，防水材料业务作为新进领域，在其他区域（除华东）的销售模式正在积极推进。

短期来看管材仍是公司核心主营，随着时间沉淀品牌优势会逐渐显现，防水业务有望成为公司主营的重要补充。

盈利预测与估值

2018 上半年在产品原材料价格上行的背景下，公司仍保持了业绩和盈利能力的同步上行，品牌影响力继续扩大。在坐稳国内 PPR 管材龙头地位的同时，公司借力渠道优势打造“同心圆”产业链，积极拓展新的产品品类。上半年公司防水业务开始贡献利润，未来有望逐渐成为公司主营的重要补充。我们预测，2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.81 元/股、0.91 元/股、1.09 元/股，对应的 PE 分别为 20 倍、18 倍、15 倍，给予“增持”评级。

3.5.3 金螳螂 (002081)：业绩稳定增长，股权激励助力发展

事件：公司发布 2018 年三季度报告，年初至报告期末实现营收 185.39 亿元，同比增长 17.85%；归母净利润 15.84 亿元，同比增长 10.24%；基本每股收益 0.5994 元/股，同比增长 10.24%。

主要观点：

在手订单充裕，业绩稳增有保障

公司 2018 年 Q3 营收增速略高于前两季度，综合毛利率水平较 2018H1 提升 2.96pct，归母净利润增速基本持平。Q3 公司零星工程投入增多，使得在建工程较年初增加了 88.24%，新签订单金额为 105.68 亿元，中标未签订单金额为 43.76 亿元。截至 2018 年三季度末，公司累计已签约未完工订单金额达到 553.08 亿元，其中公装占比超 60%。公装是公司的核心主营，在当前订单数稳定的情况下，公司全年以及明年业绩稳增均有保障。

业务规模扩张推升费用，归母净利润增速略受影响

公司 2018 年 Q3 规模扩张明显，新增订单数量较去年同期增长 28.46%，较 2018 年 Q2 环比增长 8.74%。业务规模的持续扩张，为公司带来了稳定的营业收入，同时也推升了销售费用和管理费用：2018 年前三季度公司销售费用达到 4.99 亿元，同比增长 41.42%，管理费用为 6.25 亿元，同比增长 42.54%。期间公司银行借款减少且汇兑收益有所增加，财务费用同比减少了 81.91%至 1698.80 万元。三费占营收比例同比增加 0.25pct 至 6.15%。

另外，公司加大了研发投入，研发费用同比提升 18%至 5.43 亿元。

股权激励计划出炉，助力核心团队保持稳定性

2018 年 10 月，公司发布了股权激励计划草案，拟授予激励对象限制性股票数量为 4110 万股，占公司总股本的 1.55%，其中首次授予限制性股票 3310 万股，预留 800 万股，授予价格为 3.99 元/股。股权激励的股票在授予完成日起满 12 个月后以 30%、30%、40%的比例分期解除限售，业绩考核目标要求 2019 年/2020 年/2021 年营收和扣非后归母净利润，以 2018 年的数据为基数，同比增长率分别不低于 20%/40%/60%和 15%/30%/45%。从业绩要求来看，对 2019 年业绩增长要求最高，营收和净利润增速均超过往年平均水平。本次激励对象共 32 人，主要是公司董事、高级管理人员和核心管理/技术/业务骨干人员，都是对公司未来发展起到关键作用的人。股权激励出炉对公司稳定管理团队和技术团队起到了积极的作用，结合公司在手订单数量和渠道建设情况，业绩达标可能性较大。

盈利预测与估值

作为装饰行业龙头企业，2018 年公司业绩一直保持稳定增长，毛利率水平也有回升，从目前在手订单情况来看，公司全年业绩保持前三季度的增幅问题不大。同时，公司拟对 32 名团队骨干实行股权激励，加固管理团队和技术团队的稳定性，为未来业绩增长打下伏笔。公司坚持业务多元化布局，业绩增长点多，行业龙头地位有望进一步夯实。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.91 元/股、1.26 元/股、1.60 元/股，对应 PE 分别为 9 倍、7 倍、5 倍，给予“买入”评级。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。