

推荐 (维持)

本固枝荣，成长可期

2021 年 06 月 28 日

建材行业 2021 年中期投资策略

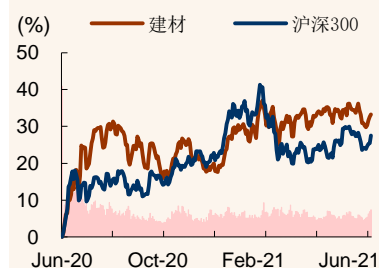
上证指数 3608

行业规模

	占比 %
股票家数 (只)	97 2.3
总市值 (亿元)	12797 1.5
流通市值 (亿元)	10720 1.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.8	13.3	32.0
相对表现	2.3	9.3	5.4



资料来源: 贝格数据, 招商证券

相关报告

- 1、《建材行业定期报告—强激励促发展，消费建材龙头持续成长》2021-06-27
- 2、《建材行业定期报告—地产销售竣工向好，关注竣工端优质标的》2021-06-20
- 3、《建材行业定期报告—各地防水提标渐启动，看好龙头市占提升》2021-06-14

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn  
S1090518080002

□ **消费建材: 龙头扩产拓品类, 集中度提升。**2021M1-5 基建投资增速渐回常态维持稳健, 地产销售较佳, 前 5 月竣工累计同比+16.4%, 持续改善; 建材零售市场回暖。21H1 各品类原材料和燃料价格普涨, 叠加 20Q2 复工抢工和 20Q1 需求延后释放导致的高基数, 我们预计 21Q2 消费建材企业业绩或将阶段性承压。重点关注 C 端议价能力较强可转嫁成本的优质龙头、通过纵向一体化或规模效应获得成本端相对优势的龙头企业。目前地产调控维持收紧, 精装修渗透速度放缓, 但地产集中趋势不变。目前消费建材行业仍以供给为主导因素, 上市公司龙头利用再融资优势继续演绎扩产和拓品类逻辑, 进一步巩固自身地位, 各子行业集中度均持续提升, 行业相互渗透为大势所趋。拓品类方面, 三棵树/北新建材/亚士创能/伟星新材的防水业务、东方雨虹 (德爱威) 的建筑涂料业务的发展势头均较好, 且相较于自建产能和自主宣发, 并购整合优质资产更快显现绩效。

□ **水泥: 碳中和加速供给优化。**水泥供给端仍受到错峰生产和环保限产制约, 且水泥行业需在 2023 年前率先实现碳达峰, 推进水泥工业碳减排。2021 年 6 月, 全国碳排放权交易市场即将上线, 若水泥行业后续纳入其中, 行业整体成本中枢或将提高, 中小产能继续出清。今年水泥价格仍维持高位运行, 但前期大宗商品价格高涨弱化下游施工意愿, 叠加高基数和雨季因素, 5 月水泥产量同比下降; 预计随着 6 月全国入夏, 水泥淡季渐临。

□ **玻璃: 量价齐升, 景气延续, 成长领域成为投资方向。**截至 2021M6 累计新增产线 3 条, 净新增产能 2790 万重箱, 行业供给开始回升。原材料价格上涨+供需向好, 推涨玻璃价格达到历史高位。浮法玻璃龙头如旗滨集团、南玻 A 均扩产延伸向光伏玻璃、药用玻璃、电子玻璃等新兴高成长领域。

□ **玻纤: 供需缺口继续推涨价格。**需求方面, 基建投资和竣工稳中向好, 汽车市场景气回升且轻量化趋势延续, 环保政策引导风电发展, PCB 市场景气上行, 多因素拉动国内玻纤需求, 并致使玻纤进口高增。供给方面, 产量边际放缓, 竞争维持有序化 (新增产能受限于政策); 叠加需求旺盛, 玻纤价格创三年历史新高。截至 2021M6, 无碱玻璃纤维纱/缠绕直接纱/电子纱价格同比上涨达 51%/50%/109%。

□ **投资建议: 推荐亚士创能、科顺股份、伟星新材、蒙娜丽莎、北新建材、雄塑科技**

□ **风险提示: 地产和基建投资增速下滑, 销量、价格不及预期, 原材料和燃料价格大幅上涨, 应收账款回收不及时, 产能扩张和品类拓展进度不及预期**

重点公司主要财务指标

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	21PE	22PE	PB	评级
亚士创能	58.6	1.53	2.64	4.59	22.2	12.8	6.0	强烈推荐-A
科顺股份	33.2	1.40	1.76	2.13	18.9	15.6	4.6	强烈推荐-A
伟星新材	21.1	0.75	0.85	0.95	24.9	22.3	9.2	强烈推荐-A
蒙娜丽莎	32.4	1.38	1.86	2.42	17.4	13.4	3.8	强烈推荐-A
北新建材	41.4	1.69	1.95	2.25	21.2	18.4	4.3	强烈推荐-A
雄塑科技	11.3	0.59	0.93	1.24	12.2	9.1	1.8	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 正文目录

一、基建地产投资稳健，竣工端持续修复 .....	7
二、消费建材：供给主导成长，扩产促进强者恒强 .....	9
1、原材料价格普涨，提价转嫁成本压力 .....	10
2、调控维紧加速地产集中，精装修渗透放缓 .....	13
3、格局持续优化，消费建材为优质赛道 .....	16
(1) 防水：资产整合+行业提标，集中度有望提升 .....	16
(2) 涂料：梯队分化明显，扩产助力 B 端继续放量 .....	19
(3) 塑料管材：行业分散格局稳定，旧改提供增量需求 .....	21
(4) 瓷砖：成本压力加速出清，岩板领域竞争激烈 .....	22
4、扩产拓品类逻辑继续演绎，龙头成长延续 .....	23
(1) 再融资优势助力上市公司产能扩张 .....	23
(2) 拓品类谋成长，消费建材子行业相互渗透 .....	24
(3) 龙头市占率提升，各子行业持续集中 .....	26
5、关注渠道变革，把握小 B 端增长潜力 .....	27
三、水泥：碳中和加速供给改革，看好格局优化 .....	28
1、供给侧改革延续，碳中和短期增压水泥行业 .....	28
2、水泥价格高位运行，景气略降淡季渐临 .....	29
四、玻璃：量价均高位攀升，集中进入高成长领域 .....	32
1、供需缺口存在，库存处于低位 .....	32
2、原材料成本高增，推涨玻璃价格 .....	33
3、玻璃龙头新建产能，投入高成长领域 .....	34
五、玻纤：需求韧性强，新增产能快速增加 .....	35
1、国内需求刚性支撑，进口增速亮眼 .....	35
2、供给边际放缓，需求旺盛推涨价格 .....	38
六、投资建议 .....	39
七、风险提示 .....	41

## 图表目录

图 1：高基数下 2021H1 社融增速放缓 .....	7
图 2：2021M5 新增人民币贷款累计同比+1.9% .....	7

图 3: 2021Q2 专项债发行开始提速 .....	7
图 4: 2021 年公共财政赤字转盈余 .....	7
图 5: 2021 年前 5 月广义基建固投累计同比+10.36% .....	8
图 6: 2021 年前 5 月基建子行业投资增速逐渐回落 .....	8
图 7: 2021 年前 5 月交运子行业固投同比增速回落至 11%以内 .....	8
图 8: 2021 年前 5 月地产开发投资累计同比+18.3% .....	9
图 9: 2021 年前 5 月商品房销售面积累计同比+36.3% .....	9
图 10: 2021 年前 5 月商品房销售额同比高增 52.4% .....	9
图 11: 2021 年前 5 月竣工端表现出较强支撑 .....	9
图 12: 2021 年全国建材家居景气度回升 .....	9
图 13: 2021 年建材零售市场需求改善 .....	9
图 14: 2020H2 以来沥青价格快速上涨 .....	10
图 15: PVC 均价在历史高位运行 .....	10
图 16: 21M5 起 HDPE 均价开始下降 .....	10
图 17: PPR 均价从 5 月高位有所下滑 .....	10
图 18: 钛白粉价格自 2020 年底持续调涨 .....	11
图 19: 21M5 以来环氧树脂价格自高位回落 .....	11
图 20: 2021Q1 亚士创能的建筑涂料原材料采购价均同比上行 .....	11
图 21: 2020Q4-2021Q1 工业天然气价格上行 .....	11
图 22: 2020M3-2021M2 固废价格持续上涨 .....	11
图 23: 以金额计, 房地产集中度总体提升 .....	14
图 24: 以面积计, 房地产集中度持续提升 .....	14
图 25: 高售价精装楼盘占比逐年提高 (元/平方米) .....	15
图 26: 2020 年精装修渗透速度放缓 .....	15
图 27: 2020-2021 年精装修开盘速度较 19 年显著放缓 .....	15
图 28: 瓷砖和乳胶漆是高配置率的精装部品 (20M1-5) .....	15
图 29: 2021M5 各区域精装修瓷砖潜在规模 .....	15
图 30: 70 城百强房企全装修建面中二线城市占比渐增 .....	16
图 31: 70 城百强房企中, 21 年头部房企全装修建面提升 .....	16
图 32: 防水行业增速渐缓, 2020 年产量增速为 3.6% .....	17
图 33: 2020 年防水规上企业总收入同比增长 4.6% .....	17

图 34: 2020 年规上防水企业应收账款净额高增 37.71%.....	17
图 35: 防水行业应收账款周转率逐年下降 .....	17
图 36: 2020 年防水行业 CR3 市占率为 28.8%.....	18
图 37: 2020 年东方雨虹防水材料产量占全行业的 40% .....	18
图 38: 2019 年 SBS/APP 改性沥青防水卷材占比达 34% .....	19
图 39: 2020 年规上涂料企业总收入略有下滑 .....	19
图 40: 2018 年以来规上涂料企业利润总额持续增长.....	19
图 41: 涂料龙头规划全国性产能扩张 (截至 2021Q1) .....	20
图 42: 建筑涂料行业梯队清晰 (2020 年) .....	20
图 43: TOP100 涂料企业中, 本土企业收入增速优于外资.....	21
图 44: 2020 年中国联塑管材销量占全行业约 16% .....	21
图 45: 近年来建筑陶瓷行业持续出清 .....	22
图 46: 2020 年规上建筑陶瓷企业总收入同比+1.5% .....	22
图 47: 截至 2021 年 6 月国内岩板生产线数量已达 150 条.....	23
图 48: 当前消费建材龙头主业产能仍处于增长阶段 .....	24
图 49: 通过并购资产, 东方雨虹/三棵树/北新建材新业务相对增长更快 .....	25
图 50: 防水行业龙头市占率提升明显 .....	26
图 51: 建筑涂料龙头在内外墙领域市占率均在提升 .....	26
图 52: 塑料管材第一龙头市占率稳增, 次梯队缓增 .....	26
图 53: 瓷砖行业集中度低但龙头份额同样快速扩张 .....	26
图 54: 石膏板龙头北新建材市占率稳增, 与竣工增速相关性弱化.....	26
图 55: 小 B 端有较大市场潜力待挖掘.....	28
图 56: 2020 年建材各子行业碳排放量均同比增长 .....	29
图 57: 2020 年水泥工业碳排放量占建材行业的 83% .....	29
图 58: 2021 年前 5 月水泥产量累计同比+19.2% .....	30
图 59: 各区域水泥累计产量增速趋缓 .....	30
图 60: 动力煤价格与水泥煤价差略有扩大 (元/吨) .....	30
图 61: 水泥价格处于历史高位 (P.O42.5, 元/吨) .....	30
图 62: 2021 年全国水泥价格维持高位运行 (元/吨) .....	31
图 63: 2021Q2 全国水泥库容比回升 .....	31
图 64: 2021 年水泥库容比处于历史低位 .....	31

图 65: 北方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨) .....	31
图 66: 南方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨) .....	31
图 67: 玻璃行业在产产能上浮 .....	32
图 68: 近年产能利用率对比 (%) .....	32
图 69: 2021 年玻璃库存处于历史低位 (万重箱) .....	33
图 70: 当前玻璃库存处于 6 年来历史低位 (万重箱) .....	33
图 71: 2021 年纯碱价格快速上涨 (元/吨) .....	34
图 72: 2021 年重油价格波动不大 (元/吨) .....	34
图 73: 2021 年玻璃价格持续上涨 (元/吨) .....	34
图 74: 全国主要城市玻璃价格走势 (元/吨) .....	34
图 75: 中国玻纤表观消费量保持增长 .....	35
图 76: 出口下降趋势收缩, 出口增速高涨 .....	36
图 77: 进口金额同比增速快速上涨 .....	36
图 78: 2021M1-4 汽车产量同比增速大幅提升 .....	37
图 79: 2021M1-5 新能源汽车产量显著提升 .....	37
图 80: 2010-2020 年全国及全球风电机装机容量稳增 .....	37
图 81: 近 10 年全国风电装机容量增速高于全球 .....	37
图 82: 国内 PCB 产值增速高于全球 .....	38
图 83: 2020 年玻纤产量同比增长 2.66% .....	38
图 84: 玻纤价格创三年新高 (元/重量箱) .....	39
表 1: 原材料涨价潮下 2021H1 诸多消费建材企业上调产品价格 (不完全统计) .....	12
表 2: 消费建材企业 21Q1 业绩在去年低基数下显示高增 .....	12
表 3: 20Q2 疫后复产抢工+原材料价格下跌, 消费建材企业净利润增速较高 .....	13
表 4: 集中供地+三条红线+房地产贷款集中度管理, 地产调控趋紧趋严 .....	14
表 5: 2020 年中国住宅精装开盘项目结构显示华东二线城市精装修渗透较快 .....	16
表 6: 防水材料和建筑涂料的垫资情况在消费建材子行业中属于高水平 .....	17
表 7: 北新建材和三棵树介入防水行业进程顺利 .....	18
表 8: 建筑涂料类供应商首选率榜单中, 多数外资/合资品牌首选率下降 .....	20
表 9: 2021 年各地区旧改目标及 2021M1-5 开工情况 .....	21
表 10: 2021M1-6 仅江西产区获批新增建筑陶瓷产能达 2.5 亿方/年 .....	23

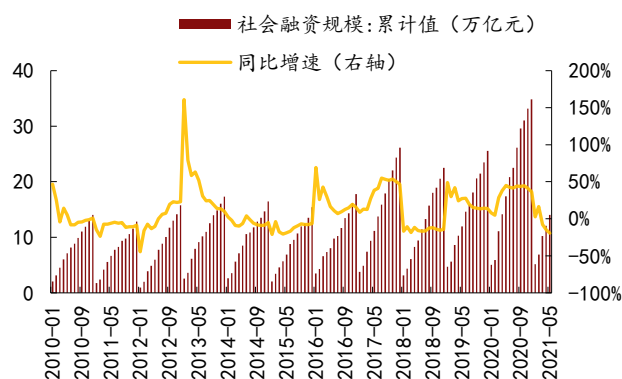


表 11: 2020 年起消费建材上市公司再融资频率增加 .....	24
表 12: 2020Q4 至今有三家消费建材上市公司计划定向增发 .....	24
表 13: 多数消费建材龙头演绎拓品类逻辑 .....	25
表 14: 直销经销模式对比 .....	27
表 15: 部分建材公司小 B 端渠道情况 .....	27
表 16: 2021 年夏季错峰生产政策梳理 .....	28
表 17: 2021 年新增冷修生产 5 条, 产能减少 1920 万重箱 .....	32
表 18: 2021 年冷修复产生产线共 8 条, 产能恢复 3330 万重箱 .....	32
表 19: 2021 年新增生产线 3 条, 产能新增 1380 万重箱 .....	32
表 20: 2020 年以来玻璃龙头企业新增规划产能 .....	34
表 21: 2020-2021H1 全国玻纤产线动态 .....	38

## 一、基建地产投资稳健，竣工端持续修复

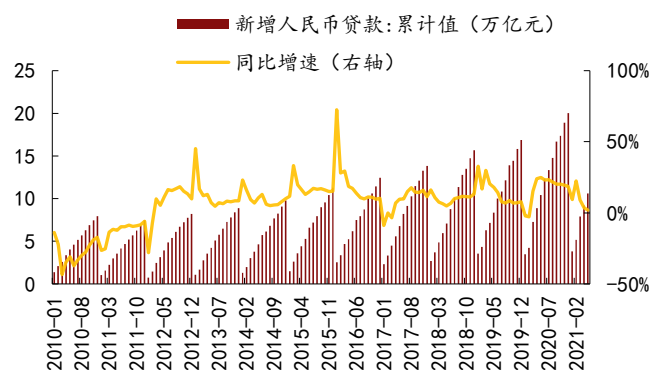
**2021 年前 5 月社融规模有所回落。**2021 年 1-5 月社融规模达 14.01 万亿元，同比减少 19.3%，主因去年同期疫情扰动下国内融资环境相对宽松，基数较高。2021 年 5 月新增人民币贷款 1.5 万亿元，同比增加 1.3%，前 5 月累计 10.62 万亿元，同比增加 1.9%。

图 1：高基数下 2021H1 社融增速放缓



资料来源：Wind，招商证券

图 2：2021M5 新增人民币贷款累计同比+1.9%

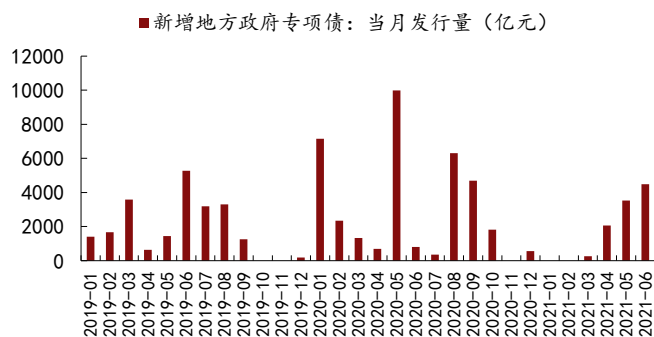


资料来源：Wind，招商证券

**专项债发行启动较晚，下半年有望继续提速。**截至 2021 年 5 月末，全国地方政府债务余额 27.19 万亿元，其中一般债务 13.47 万亿元，专项债务 13.72 万亿元。地方政府债券剩余平均年限 7.0 年，专项债券 7.6 年；地方政府债券剩余平均利率 3.52%，其中一般债券与专项债券均为 3.52%。截至 2021/6/24，今年累计发行新增地方政府专项债 1.03 万亿元，占本年度目标额度的 28%，去年同期已发行占比为 60%，今年专项债发行启动较晚，但速度渐增，下半年有望继续提速。

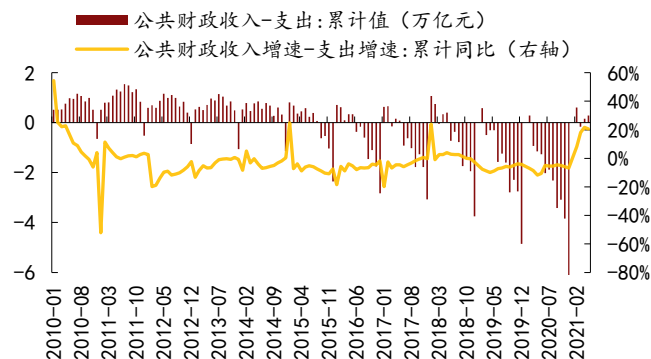
**2021 年前 5 月公共财政总体盈余。**截至 2021 年 5 月末，公共财政收入与支出的累计增速差额为 21%，收入增速显著高于支出。2021 年前 5 月，全国公共财政支出 9.36 万亿元，同比增长 3.6%，公共财政收入 9.65 万亿元，同比增长 24.2%，同样考虑去年抗击疫情财政支出扩大收入紧缩。

图 3：2021Q2 专项债发行开始提速



资料来源：Wind，招商证券；注：截至 2021/6/24

图 4：2021 年公共财政赤字转盈余

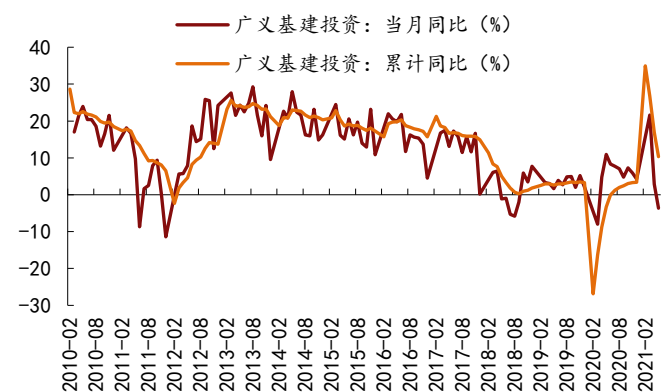


资料来源：Wind，招商证券

**基建投资增速渐回常态，维持稳健增长。**2021 年 1-5 月广义/狭义基建固投增速分别 -6.55pp/-6.60pp 至 10.36%/11.80%，广义基建投资 5 月单月同比增速为 -3.64%。考虑去年上半年低基数，测算得广义基建固投 2 年复合增长 3.30%，增速保持稳健。子行业

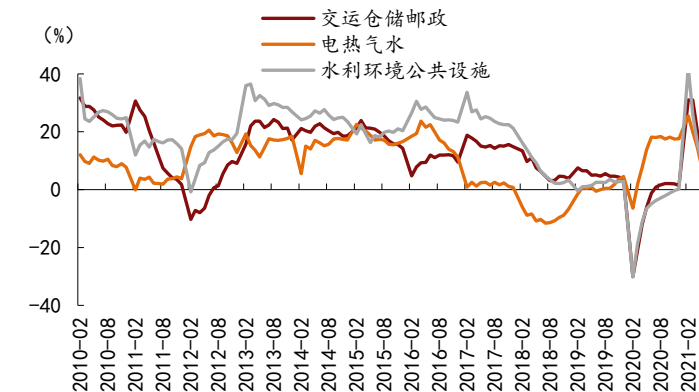
中，交运仓储邮政/电热气水的供应/水利环境公共设施固投累计同比增速分别为12.1%/7.3%/10.2%，随疫情扰动消弭，增速逐渐回落至常态。边际增速回落最显著的为交运行业，累计增速较前4月放缓7.7pp。交运子行业中，铁路运输业/道路运输业同比增速分别-20.4pp/-6.2pp至7.1%/10.6%。

图 5：2021 年前 5 月广义基建固投累计同比+10.36%



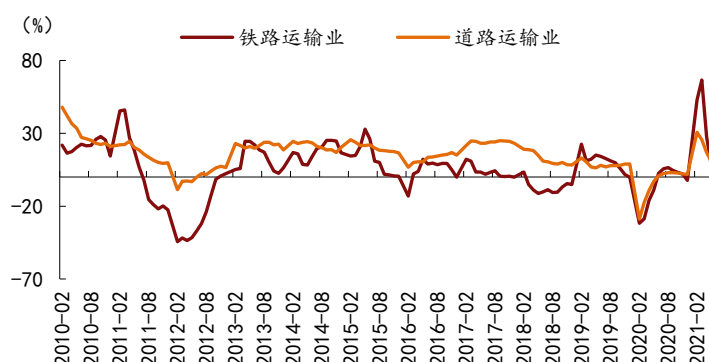
资料来源：Wind，招商证券

图 6：2021 年前 5 月基建子行业投资增速逐渐回落



资料来源：Wind，招商证券

图 7：2021 年前 5 月交运子行业固投同比增速回落至 11%以内

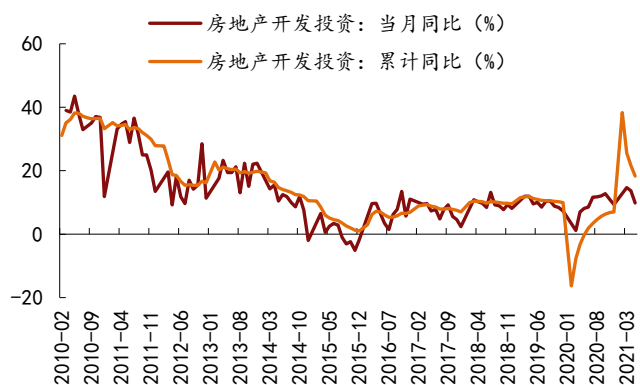


资料来源：公司公告，招商证券

**商品房销售快增，竣工端支撑较强。**2021年1-5月房地产开发投资额累计同比为18.3%；商品房销售面积/销售额累计同比增长36.3%/52.4%，当月同比分别为9.2%/17.5%，销售保持快增；1-5月房屋新开工/施工/竣工面积累计同比分别为6.9%/10.1%/16.4%，增速均边际放缓，新开工增速较前4月回落5.9pp，竣工回落1.5pp。从5月份当月同比增速看，新开工/施工/竣工面积增速分别为-6.1%/-2.8%/10.1%，竣工有较强支撑。今年4-5月份集中供地正式启动，推动地产加速销售与竣工。考虑20年基数效应，今年前5月，商品房销售面积和销售额2年CAGR分别为9.4%和16.7%，新开工/施工/竣工2年CAGR分别为-3.5%/+6.2%/+1.6%。

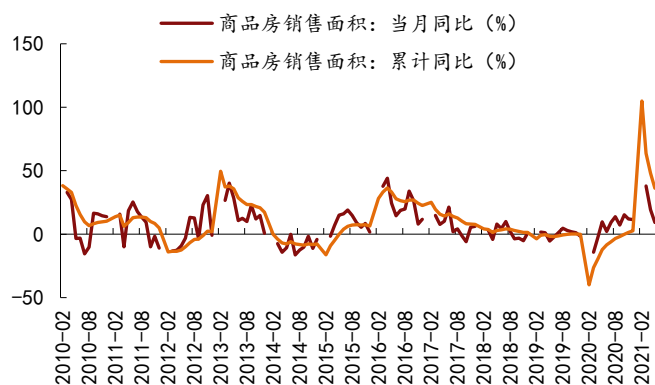


图 8: 2021 年前 5 月地产开发投资累计同比+18.3%



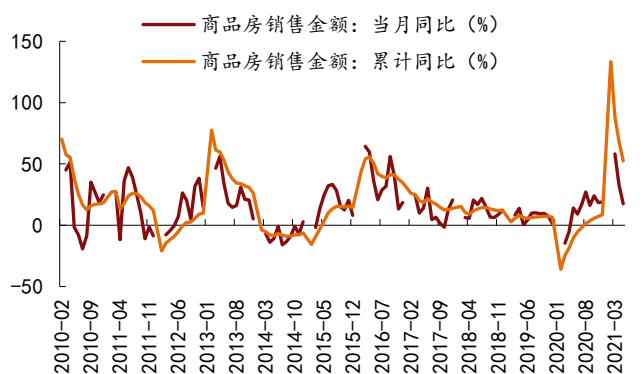
资料来源: Wind, 招商证券

图 9: 2021 年前 5 月商品房销售面积累计同比+36.3%



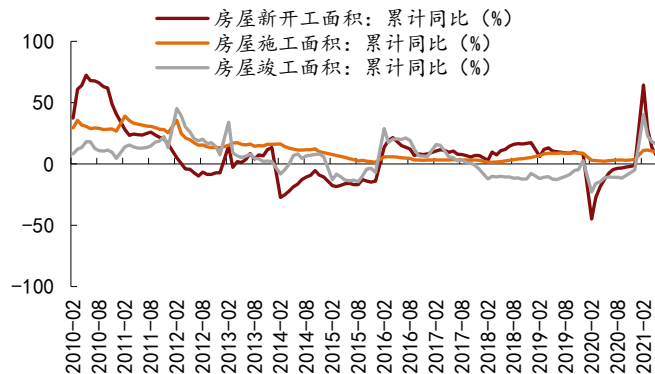
资料来源: Wind, 招商证券

图 10: 2021 年前 5 月商品房销售额同比高增 52.4%



资料来源: Wind, 招商证券

图 11: 2021 年前 5 月竣工端表现出较强支撑

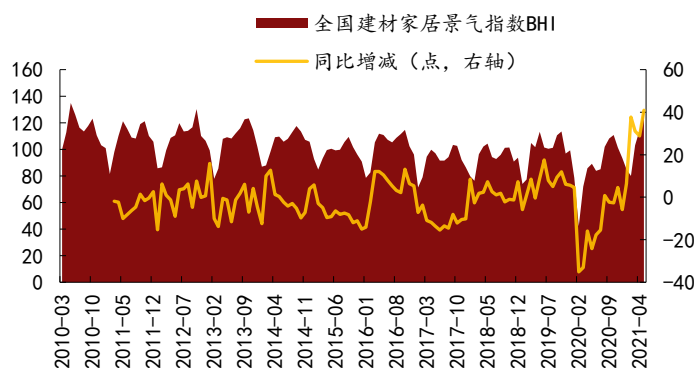


资料来源: Wind, 招商证券

## 二、消费建材：供给主导成长，扩产促进强者恒强

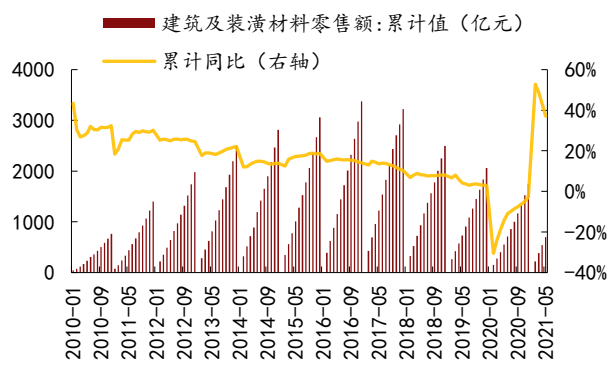
**建材零售市场回暖。**除传统基建、地产客户以外，零售市场也是消费建材重要的下游需求市场。2021M5，建筑及装潢材料零售额当月值为 163.6 亿元，同比增长 20.3%，累计值 700.9 亿元，同比增长 37.1%。考虑 2020 年低基数效应，测算得 19-21 年累计零售额复合增速为-2.0%，复合增速在前四月持续收窄，建材零售市场逐渐恢复常态。

图 12: 2021 年全国建材家居景气度回升



资料来源: Wind, 招商证券

图 13: 2021 年建材零售市场需求改善



资料来源: Wind, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 1、原材料价格普涨，提价转嫁成本压力

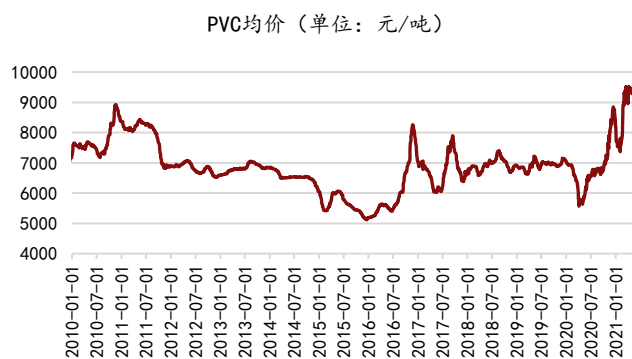
2021 年上半年防水材料和塑料管材原材料价格快速上涨。防水材料和塑料管道的主要原材料为石化下游产品，其价格与原油价格高度相关。上半年在原油价格高涨的带动下，2021 年上半年沥青和 PVC 等价格上行。截至 2021/6/21，沥青现均价 3227 元/吨，同比上涨 24%，与年初持平；PVC 现均价 9249 元/吨，同比上涨 41%，年初至今上涨 19%；HDPE 现均价 9000 元/吨，同比上涨 14%，年初至今上涨 11%；PPR 现均价 10767 元/吨，同比上涨 23%，年初至今上涨 18%。

图 14：2020H2 以来沥青价格快速上涨



资料来源：Wind，招商证券；截至 2021/6/21

图 15：PVC 均价在历史高位运行



资料来源：Wind，招商证券；截至 2021/6/21

图 16：21M5 起 HDPE 均价开始下降



资料来源：Wind，招商证券；截至 2021/6/21

图 17：PPR 均价从 5 月高位有所下滑



资料来源：Wind，招商证券；截至 2021/6/21

钛白粉价格持续上涨，建筑涂料成本端承压。据亚士创能 2020 年经营情况，建筑涂料生产成本中，直接材料成本占比超 90%；在原材料采购成本中，乳液/钛白粉/聚苯乙烯颗粒/树脂/助剂的成本占比分别为 45%/11%/7%/2%/22%。由于钛白粉供给端收缩叠加下游国内外需求共振，自 2020 年底钛白粉价格持续调涨，对涂料行业的成本端带来较大压力。截至 2021/6/21，钛白粉现均价 2.16 万元/吨，同比上涨 59%，年初至今上涨 26%；环氧树脂现均价 3.14 万元/吨，同比上涨 62%，年初至今上涨 46%。

图 18: 钛白粉价格自 2020 年底持续调涨



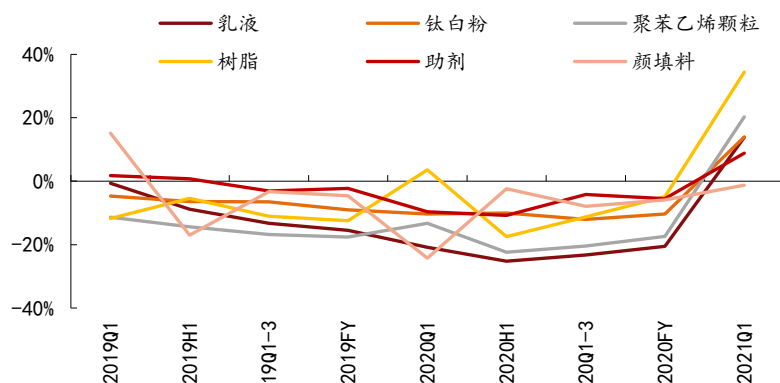
资料来源: Wind, 招商证券; 截至 2021/6/21

图 19: 21M5 以来环氧树脂价格自高位回落



资料来源: Wind, 招商证券; 截至 2021/6/21

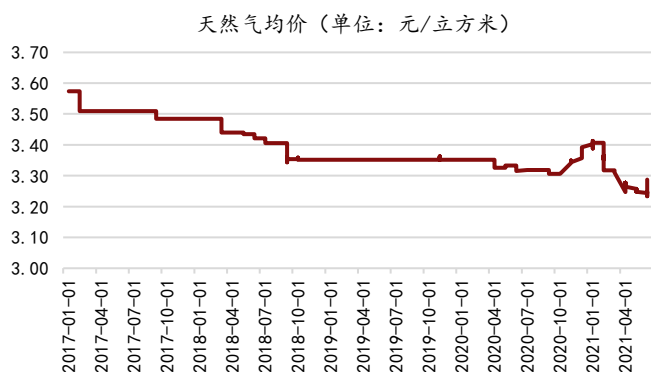
图 20: 2021Q1 亚士创能的建筑涂料原材料采购价均同比上行



资料来源: 公司公告, 招商证券

**瓷砖行业成本端波动相对较小。**瓷砖行业直接材料成本（坯料、釉料原料）占比约为 30%，坯料主要以黏土、石英等矿物为原料，我国黏土资源丰富，价格较为稳健；釉料原料占成本比重不足 10%。燃料动力（电、天然气等）成本占瓷砖生产成本比重约 20%，天然气价格为对瓷砖行业成本端重要影响因素之一。国内疫后经济复苏+煤改气+冬季供暖多因素叠加推涨天然气价格，在 20Q4-21Q1 工业天然气价格有所上涨，随着天气转暖和天然气上游价格松动，瓷砖行业成本端压力有所缓解。截至 2021/6/21，工业天然气市场均价为 3.29 元/立方米，同比下降 0.84%，年初至今下跌 3.4%。

图 21: 2020Q4-2021Q1 工业天然气价格上行



资料来源: Wind, 招商证券; 截至 2021/6/21

图 22: 2020M3-2021M2 国废价格持续上涨



资料来源: Wind, 招商证券; 截至 2021/6/21

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

美废受限国废涨价，带动石膏板行业价格上涨。护面纸为纸面石膏板重要原材料之一，在成本占比中超过 40%。自从 2020 年起限制进口废纸后，由于供需关系转换+疫情催化，石膏板主要原材料护面纸成本随国内废纸价格上涨有所增加，带动石膏板提价。截至 2021M5，国废均价为 2244 元/吨，同比上涨 29%，较年初下跌 2.7%。

表 1：原材料涨价潮下 2021H1 诸多消费建材企业上调产品价格（不完全统计）

公司/品牌	公告时间	产品品类	涨价幅度
东方雨虹	2021/02/28	沥青卷材	10%-15%
		高分子卷材	10%
		聚氨酯涂料	10%
		沥青涂料	10%
		水性涂料	15%-20%
科顺	2021/03/01	沥青卷材	8%-13%
		高分子卷材	10%
		聚氨酯涂料	10%-15%
		聚合物涂料	15%-20%
		沥青类涂料	8%
北新防水	2021/03/15	防水产品	10%-20%
立邦	2021/03/16	部分涂料产品	3%-5%
三棵树	2021/03/20	沥青防水卷材	10%-15%
		高分子类防水卷材	5%-10%
		防水涂料	10%-20%
	2021/03/22	乳胶漆	3%-10%
北新建材	2021/04/19	基辅材	5%-15%
		轻钢龙骨	5%

资料来源：涂界，公开资料整理，招商证券

原材料价格普涨+20Q2 高基数效应，我们预计 21Q2 消费建材企业业绩或有压力。消费建材行业在地产链中面对上下游的议价能力均较弱，尽管诸多企业面对上游价格压力，对下游进行涨价以期转嫁成本，但一方面考虑涨价时间差，另一方面考虑下游地产商较强势的产业链地位和议价能力，建材企业涨价幅度大多未及原材料价格涨幅，消费建材企业将承担部分原材料价格上涨压力。叠加 20Q2 因复工抢工和需求延后基数较高，我们预计 21Q2 业绩或将阶段性承压。

表 2：消费建材企业 21Q1 业绩在去年低基数下显示高增

营收:同比增速 (%)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020FY	2021Q1
防水材料						
002271.SZ 东方雨虹	-8.21	20.98	24.22	28.39	19.70	118.13
300737.SZ 科顺股份	24.47	39.72	23.98	43.49	34.09	80.57
300715.SZ 凯伦股份	50.49	102.96	96.65	49.37	72.33	81.78
建筑涂料						
603737.SH 三棵树	-31.10	37.45	46.69	50.22	37.31	241.20
603378.SH 亚士创能	-12.05	51.19	36.32	69.56	44.61	163.65
塑料管材						
002372.SZ 伟星新材	-27.88	-6.25	39.54	22.03	9.45	58.99
002641.SZ 永高股份	-28.74	21.12	21.78	21.09	11.85	86.56
300599.SZ 雄塑科技	-26.14	9.17	5.93	14.35	2.37	50.55
陶瓷砖						
003012.SZ 东鹏控股	NA	NA	19.86	23.74	91.70	135.28
002918.SZ 蒙娜丽莎	-19.75	30.24	44.48	35.44	27.86	105.62
002162.SZ 悦心健康	-35.36	4.65	11.03	13.28	2.44	71.90

敬请阅读末页的重要说明

Page 12

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

营收:同比增速 (%)		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020FY	2021Q1
002798.SZ	帝欧家居	-23.81	31.20	-21.31	13.76	1.20	46.16
石膏板							
000786.SZ	北新建材	-14.29	34.06	36.42	34.80	26.12	100.61

资料来源: Wind, 招商证券

表 3: 20Q2 疫后复产抢工+原材料价格下跌, 消费建材企业净利润增速较高

归母净利润:同比增速 (%)		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020FY	2021Q1
防水材料							
002271.SZ	东方雨虹	2.86	22.48	58.96	151.79	64.03	126.08
300737.SZ	科顺股份	-29.97	110.06	175.08	236.33	145.03	463.19
300715.SZ	凯伦股份	56.21	133.89	201.99	66.06	105.66	104.03
建筑涂料							
603737.SH	三棵树	NA	96.22	40.00	32.15	23.55	-106.38
603378.SH	亚士创能	NA	253.86	183.96	129.20	176.40	NA
塑料管材							
002372.SZ	伟星新材	-33.84	-13.70	51.76	57.60	21.29	30.98
002641.SZ	永高股份	-34.90	70.53	102.06	24.37	49.81	98.32
300599.SZ	雄塑科技	-46.99	14.89	-0.35	-5.54	-9.11	46.22
陶瓷砖							
003012.SZ	东鹏控股	NA	NA	32.52	41.48	83.56	NA
002918.SZ	蒙娜丽莎	-25.64	58.20	17.02	45.48	30.89	18.93
002162.SZ	悦心健康	NA	92.79	51.76	6.43	51.02	NA
002798.SZ	帝欧家居	-23.12	20.15	-20.49	15.33	0.10	49.80
石膏板							
000786.SZ	北新建材	-89.87	NA	62.06	88.97	548.28	1470.63

资料来源: Wind, 招商证券; 注: 若当季度或上年同期存在亏损则不计算同比

关注拥有成本转嫁能力或相对成本优势的优质企业。具备 C 端优势的企业可通过高议价能力向下游传导成本 (如伟星新材、蒙娜丽莎等), B 端产能充足的企业和纵向一体化的企业或可通过规模优势 (如东方雨虹、亚士创能等) 或自产原材料 (如北新建材) 降低单位成本。阶段性成本压力主要打击行业内中小企业, 将加速市场出清, 龙头企业的成本优势和服务能力带来的相对高议价权优势将会凸显。

## 2、调控维紧加速地产集中, 精装修渗透放缓

调控维持紧缩, 地产行业将进一步集中化。2020 年以来, 政策分别从政府端 (集中供地政策)、房企端 (三条红线政策)、金融机构端 (房地产贷款集中度管理制度) 三管齐下, 也是历史上首次明确量化房企指标红线, 国内楼市调控达到前所未有的严格。“集中供地”延伸出的“集中竞价”对地产商的资金实力提出了挑战, 而“三条红线”和“房地产贷款集中度管理”又收窄了房企融资渠道, 或将导致拿下优质地块的大型房企在其他地块的竞争中稍显疲软。现阶段对房企的现金流 (资金管理)、集中推盘 (营销能力)、拿地决策 (项目管理能力) 提出更高要求, 房地产行业集中度料将持续提升。

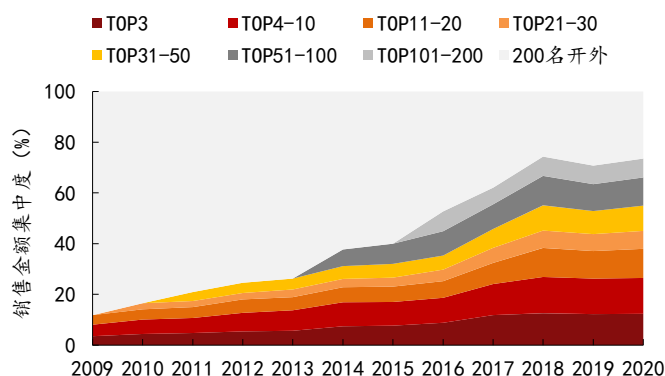


表 4: 集中供地+三条红线+房地产贷款集中度管理, 地产调控趋紧趋严

政策	调控方	内容	影响
集中供地	政府端	住建部将在全国 22 个重点城市暂停发布住宅用地公告, 并要求重点城市实现“两集中”: · 集中发布出让公告, 原则上每年不超过 3 次, 时间间隔要相对均衡, 地块梳理要科学合理。 · 集中组织出让活动, 同批次公告出让的土地以挂牌文件交易的, 应当确定共同的挂牌起止日期; 以拍卖方式交易的, 应该连续集中完成拍卖活动。	· 政府集中出让土地资源, 改变了曾经房地产行业分散式的拿地模式。 · 集中供地带来集中竞价, 优质地块竞争力增强, 大型房企资金储备及融资优势凸显。 · 更加激烈的竞价可能会带来地价大幅提升。
三条红线	房企端	1、剔除预收款后的资产负债率大于 70%; 2、净负债率大于 100%; 3、现金短债比小于 1 倍。 · 红色档: 三条红线, 不得增加有息负债; · 橙色档: 两条红线, 有息负债年增速不得超过 5%; · 黄色档: 一条红线, 有息负债年增速不得超过 10%; · 绿色档: 全部及格, 有息负债年增速不得超过 15%。	· 明确设立房企的债务型融资的天花板。
房地产贷款集中度管理制度	金融机构端	分五档设定房地产贷款以及个人住房贷款占比上限: 银行业机构分为中资大型银行、中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行五档, 房地产贷款占比上限分别为 40%、27.5%、22.5%、17.5%和 12.5%, 个人住房贷款占比上限则分别为 32.5%、20%、17.5%、12.5%和 7.5%。	· 对金融机构地产贷款加以结构性量化限制。

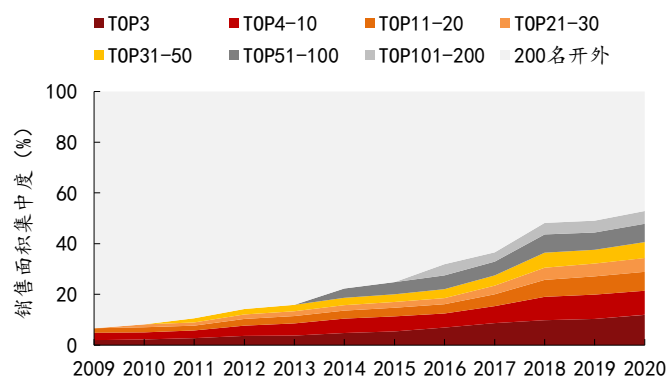
资料来源: 公开资料整理, 招商证券

图 23: 以金额计, 房地产集中度总体提升



资料来源: Wind, 招商证券

图 24: 以面积计, 房地产集中度持续提升

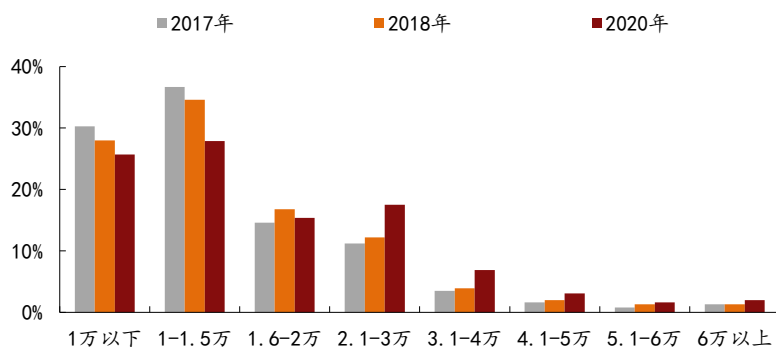


资料来源: Wind, 招商证券

**精装修趋势延续。**精装修趋势的延续受益于内外双因。外部受政策催化, 据不完全统计, 2020 年全国共出台不少于 44 项精装修政策, 较 2019 年总量净增 17 项;《建筑业发展十三五规划》中提出目标到 2020 年我国新开工全装修成品住宅面积达到 30%。内因为精装修模式符合当代消费者对房屋拎包入住的需求、政府对房屋建造和装修过程提出的环保性要求、地产商的规模化采购和提高溢价需求。

**精装房有助于提高楼盘售价。**对于购房者来说, 精装修房可实现拎包入住, 省时省力, 同时对房地产商来说, 建造精装房时装修材料可以集中采购, 并且大规模的精装修楼板在实现规模效应的同时在销售时较毛坯房更容易获得一定程度的溢价。同时, 优质的精装房还可帮助地产商树立良好的口碑品牌。奥维云网数据显示, 2020 年的精装楼盘均价有所提升, 1.5 万元/平方米以下楼盘占比明显减少, 而 2.1 万元/平方米以上楼盘占比均较 18 年有所提高。

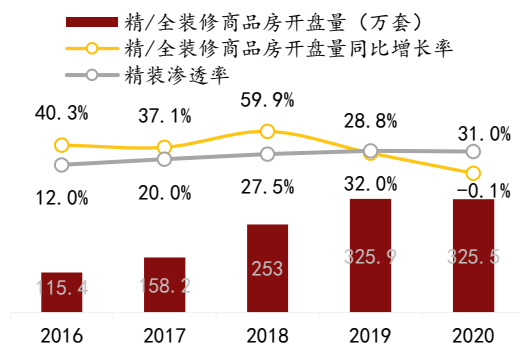
图 25: 高售价精装楼盘占比逐年提高 (元/平方米)



资料来源: 奥维云网, 招商证券

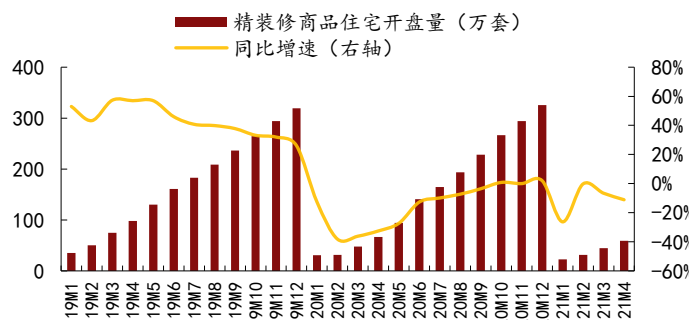
精装渗透速度下降, 管材零售龙头压力有所缓解。2019年, 受精装修冲击, 伟星新材的核心市场华东区域收入同比下降 8.48%, 整体业绩也阶段性承压。2020年起因疫情影响+一线城市精装修趋于饱和, 伟星新材华东区域收入改善, 同比增长 14.90%。

图 26: 2020 年精装修渗透速度放缓



资料来源: 奥维云网, 招商证券

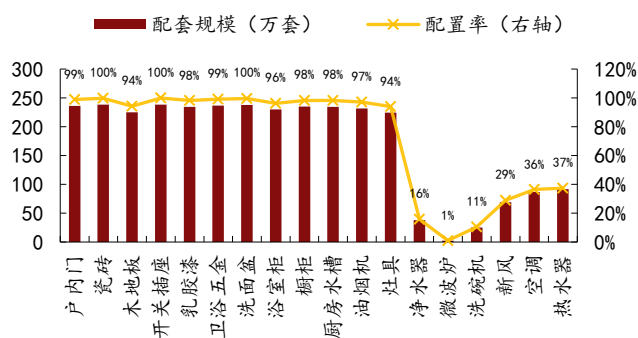
图 27: 2020-2021 年精装修开盘速度较 19 年显著放缓



资料来源: 奥维云网, 招商证券

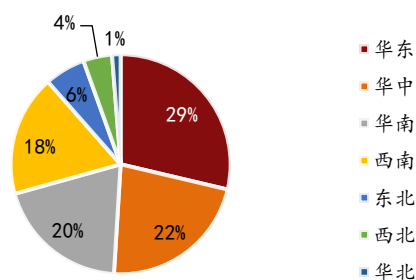
瓷砖和乳胶漆为精装修高配置率部品, B 端需求由此受益。在国内精装修重点部品配套中, 瓷砖、乳胶漆、木地板、卫浴五金等消费建材为一级配套部品, 配置率接近 100%。精装修趋势为瓷砖行业带来了 B 端市场。据优采大平台数据统计, 2021M5, 精装修瓷砖的潜在市场规模达到 7541.54 万平方米, 同比提升 87%。分区域看, 精装修瓷砖潜在市场区域主要集中在华东、华中、华南、西南区域, 北方需求空间相对较小。

图 28: 瓷砖和乳胶漆是高配置率的精装部品 (20M1-5)



资料来源: 奥维云网, 招商证券

图 29: 2021M5 各区域精装修瓷砖潜在规模



资料来源: 优采, 招商证券

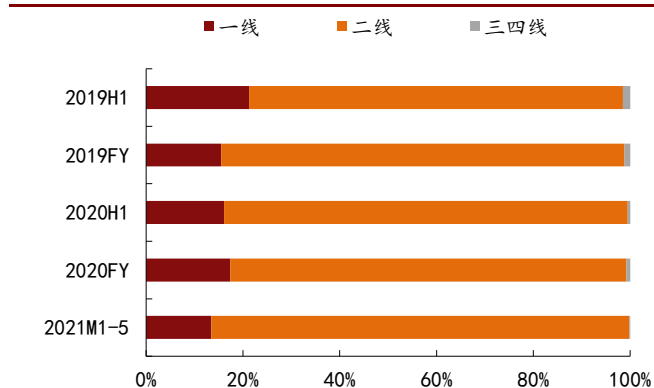
地产渠道市场下沉，二线城市为精装主力。分城市等级来看，精装修趋势在二线城市中渗透较快，2020 年我国住宅精装开盘项目中二线城市占比达到 63%，2021 年前五月 70 城百强房企的新增全装修建筑面积中二线城市占比达到 86%，主因一线城市体量小且精装修推行较早饱和度较高。分区域来看，精装修接受度较高的地区主要集中在华东、华南，20 年住宅精装新开盘占全国比重分别达到 40%、21%。分开发商等级来看，2021 年头部房企有所发力，TOP1-10 占比为 48%，万科、融创、中海地产为全装修建面绝对值前三，但全装修比例前 10 名中有 9 家是位于 TOP51-100 的房企。

表 5：2020 年中国住宅精装开盘项目结构显示华东二线城市精装修渗透较快

	1 线城市	2 线城市	3 线城市	4 线城市	其他级别	总计
东北	0.0%	4.2%	0.1%	0.2%	0.3%	4.9%
华北	1.8%	3.4%	2.5%	1.4%	0.2%	9.3%
华东	1.9%	30.3%	5.1%	2.3%	0.0%	39.7%
华南	5.5%	8.2%	4.0%	1.8%	1.6%	21.0%
华中	0.0%	6.1%	1.4%	1.0%	0.2%	8.7%
西北	0.0%	2.5%	2.4%	0.5%	0.4%	5.9%
西南	0.0%	8.2%	0.3%	1.5%	0.6%	10.7%
总计	9.2%	62.9%	15.8%	8.5%	3.5%	100.0%

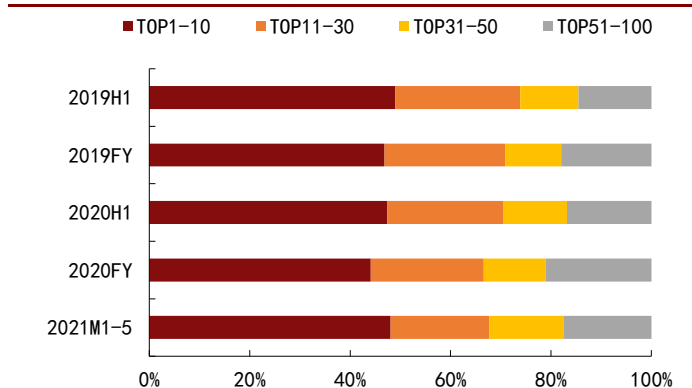
资料来源：奥维云网，招商证券

图 30：70 城百强房企全装修建面中二线城市占比渐增



资料来源：优采，招商证券

图 31：70 城百强房企中，21 年头部房企全装修建面提升



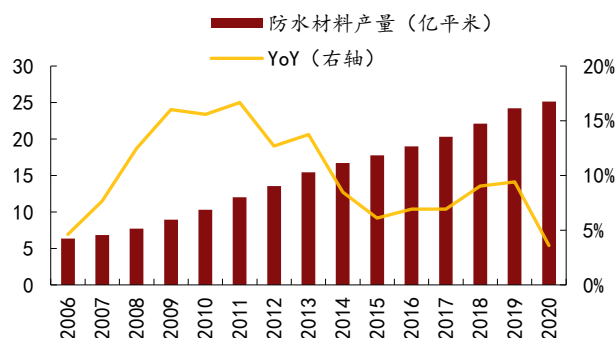
资料来源：优采，招商证券

### 3、格局持续优化，消费建材为优质赛道

#### （1）防水：资产整合+行业提标，集中度有望提升

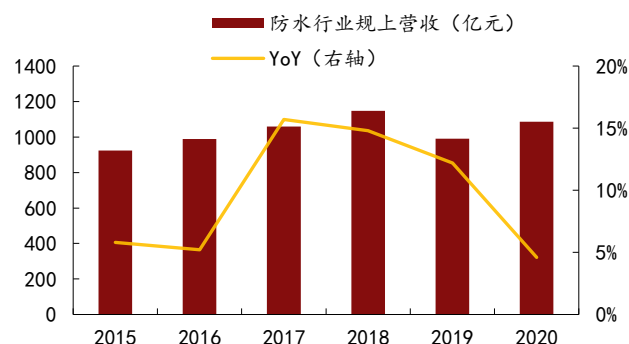
防水为千亿级别大行业。据协会预测 2020 年建筑防水材料总产量约 25.15 亿平方米，同比增长 3.6%，其中，国家统计局统计得沥青和改性沥青防水卷材总产量为 22.52 亿平方米，同比增长 5.32%。全年 723 家规上企业总收入达到 1087 亿元，同比提高 4.6%，总利润达到 73.97 亿元，同比提高 12.07%。防水市场规模达到千亿级别，但市场出清持续，20 年规上企业中的亏损数量同比增加了 16 户。

图 32: 防水行业增速渐缓, 2020 年产量增速为 3.6%



资料来源: 中国建筑防水协会, 招商证券

图 33: 2020 年防水规上企业总收入同比增长 4.6%

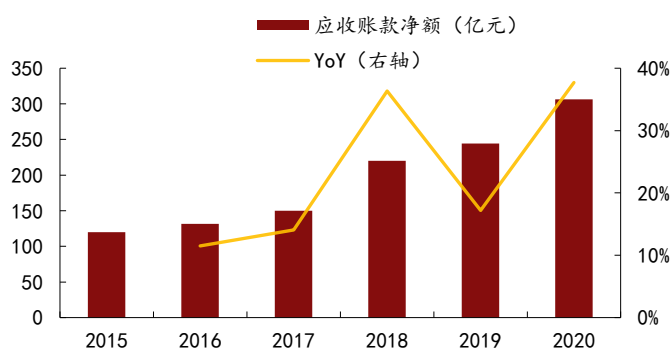


资料来源: 中国建筑防水协会, 招商证券; 注: 同比增速为披露值, 按当年规上企业可比口径测算

**产品+施工保障质量。**由于防水行业为隐蔽工程中的重要环节, 且与住宅居住功能息息相关, 若质量不过关, 会对房屋造成破坏, 影响居住体验, 且维修困难。前期防水行业中多为单一的材料供应商, 产品同质化程度高。东方雨虹通过开设防水施工培训学院, 在业内实现标准化施工, 通过成为材料供应+施工服务一体化的建材系统服务商, 明确产品质量权责, 提高防水质量保障, 提高溢价。

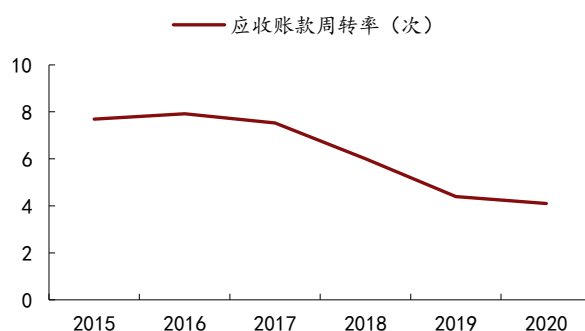
**高垫资水平, 资金或成壁垒。**防水材料行业内竞争较为激烈, 行业参与者数量众多, 企业通过垫资和放松账期的模式易于获得较快的增长。此外, 防水行业下游以大地产集采为主, B 端客户比重大, 大 B 客户采购规模大且在调控下自身资金面趋紧, 依托高话语权挤占建材企业资金。从全行业看, 2020 年规上防水企业应收账款净额同比增长 37.71%, 应收账款周转率降至 4.1 次; 从上市公司来看, 防水子板块的应收款项占流动资产比例超 40%, 同样显示出高垫资水平。现金流管控能力、回款能力和融资能力成为防水行业重要竞争力。

图 34: 2020 年规上防水企业应收账款净额高增 37.71%



资料来源: 中国建筑防水协会, 招商证券

图 35: 防水行业应收账款周转率逐年下降



资料来源: 中国建筑防水协会, 招商证券

表 6: 防水材料和建筑涂料的垫资情况在消费建材子行业中属于高水平

应收款项/流动资产 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
防水材料	28	40	46	53	51	63	54	51	44	46	44
建筑涂料	-	32	35	33	50	47	53	50	50	49	55
石膏板	9	9	10	11	7	7	4	4	4	20	29
塑料管材	17	21	27	33	37	37	33	30	31	31	29
瓷砖	19	16	19	20	23	22	26	20	31	36	34

资料来源: Wind, 招商证券; 注: 应收款项=应收账款+应收票据, 各子板块选取其中上市公司作为等权重成分测算



**龙头大举扩张产能，成长性仍存。**东方雨虹自 2020M8 以来已对外投资超过 300 亿元用于产能扩建，并发行 80 亿元定增用于产能扩建和补流，规划产能达产后预计新增年产能：防水卷材 2.89 亿平米、防水涂料 24.5 万吨、建筑涂料 58 万吨等。通过员工持股计划激励士气，大体量下 25% 的增长目标配合大规模的产能扩张计划，彰显公司对未来增长的信心和决心。

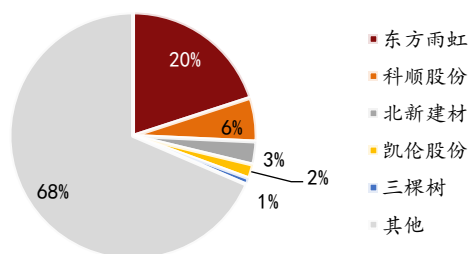
**新进入者增多，资产整合加速行业集中。**2019 年，北新建材通过战略重组蜀羊、禹王和金拇指进军防水行业，同年三棵树收购大禹九鼎股权同样开启防水业务。另有伟星新材、亚士创能等优质消费建材龙头自主发展防水业务。北新建材和三棵树分别为石膏板和建筑涂料领域的第一龙头，现金流质量优秀，易于打破行业资金壁垒。通过优质资源整合和客户/渠道协同，北新建材与三棵树的防水业务快速发展，北新建材 2021 年防水首选率排进行业前三达到 7%，三棵树首选率达 5%。以收入计，2020 年防水行业 CR3 市占率同比提升 4.6pp 至 28.8%。受益于新参与者的资产重组+龙头持续扩产，行业集中度有所提高。

表 7：北新建材和三棵树介入防水行业进程顺利

2017 年			2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%
3	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新建材	7%	北新建材	7%
4	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%
5	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%	卓宝	6%
6	大禹	4%	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%	雨中情	6%
7	德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%	三棵树	5%
8	禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹	5%
9	宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	大禹九鼎	3%	蓝盾	2%
10	蜀羊	2%	禹王	1%	北新蜀羊	2%	宏源	2%	远大洪雨	2%
11	凯伦	1%	金拇指	1%	北新禹王	1%	宇虹	1%	宏源	1%
12	大明	1%					远大洪雨	1%	宇虹	1%

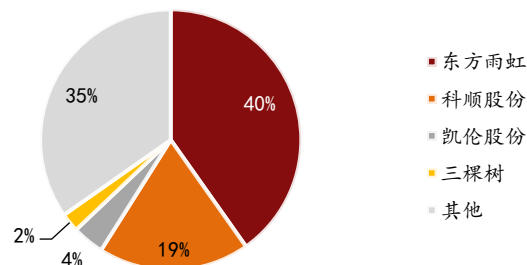
资料来源：优采，招商证券

图 36：2020 年防水行业 CR3 市占率为 28.8%



资料来源：定期报告，中国建筑防水协会，招商证券；注：以收入/规上企业总收入计

图 37：2020 年东方雨虹防水材料产量占全行业的 40%



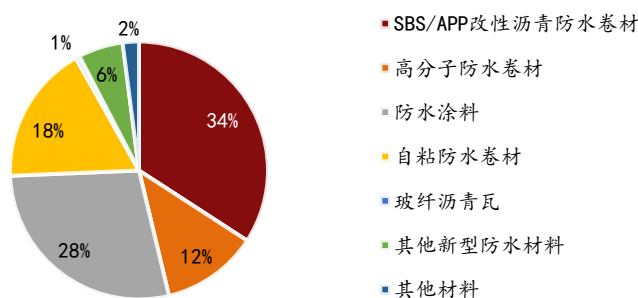
资料来源：定期报告，中国建筑防水协会，招商证券；注：以产量/行业总产量计

**各地推进行业提标，关注高分子防水材料需求扩容。**2021 年 5 月，成都住建部发布的《关于政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料的通知》要求“本市行政区域内建设工地涉及室外喷涂、粉刷，防水、标线和标识作业等 VOCs 排放工序作业的



政府投资项目要全部使用水性建筑涂料、高分子防水材料”，同月发布的《关于提升新建商品住宅建设品质的技术规定《征求意见稿》》指出“禁用热熔型 SBS 防水卷材、溶剂型建筑防水涂料”、“防水质保期不低于 10 年”，提高了防水材料施工标准。6 月份，苏州住建部再出新规，硬性要求“轻质隔墙应采取整体防水措施”，各地防水提标或成趋势。2019 年防水材料总产量中，SBS/APP 改性沥青防水卷材占比高达 34%，高分子防水卷材占比仅 12%，看好后续替代效应显现需求增长。防水质保期延长和整体防水需求有助于提高防水施工溢价，并利好具有优质施工服务能力的防水龙头。

图 38：2019 年 SBS/APP 改性沥青防水卷材占比达 34%

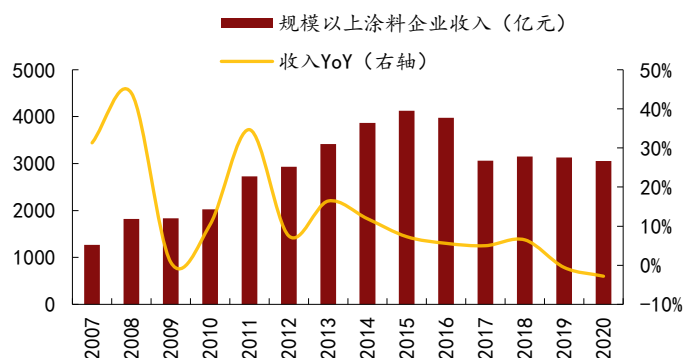


资料来源：2019 中国建筑防水行业年度发展报告，招商证券

## (2) 涂料：梯队分化明显，扩产助力 B 端继续放量

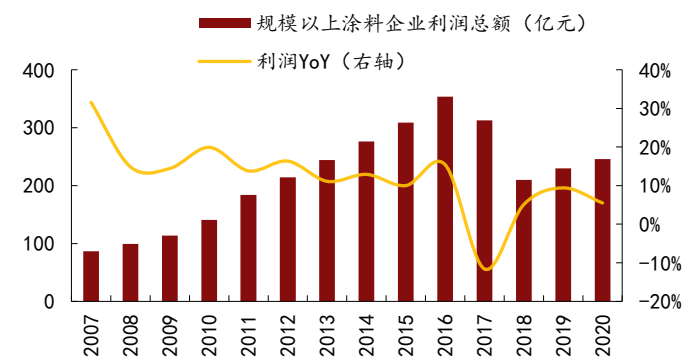
涂料产量平稳增长，行业利润率有所提升。据中国涂料工业协会数据统计，2020 年我国规上涂料企业共有 1968 家，总产量为 2459 万吨，同比增长 2.6%，产量持续增长，主营业务收入总额达 3054 亿元，同比减少 2.8%，实现利润总额 246 亿元，同比增长 5.5%，行业利润率为 8.1%，较 2019 年提升 0.8pp。

图 39：2020 年规上涂料企业总收入略有下滑



资料来源：涂界，中国涂料工业协会，招商证券

图 40：2018 年以来规上涂料企业利润总额持续增长



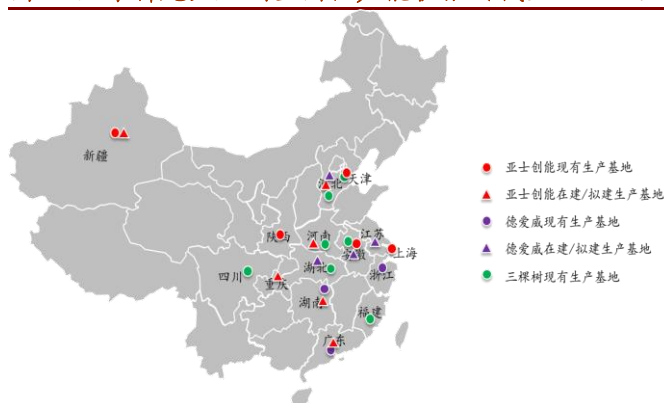
资料来源：涂界，中国涂料工业协会，招商证券；注：增速为官方披露值（可比口径）

涂料行业集中度低，梯队分化清晰。2019 年国内涂料行业 CR100 市占率为 31.09%，1944 家规上涂料企业市占率为 69.96%，行业集中度较低。建筑涂料行业中，头部企业以立邦、三棵树、亚士创能三足鼎立，2020 年营收规模在 30 亿元及以上；腰部企业主要有嘉宝莉、固克、久诺、富思特、美涂士等，营收规模在 5 亿元左右。

涂料龙头扩产巩固 B 端优势。2020 年三棵树所公布的 2 项新增扩产计划总投资额预计

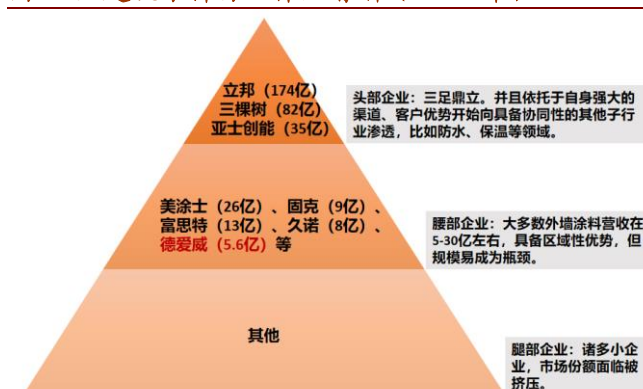
在 15-21 亿元，主要建设内容为涂料、保温、防水等新型建材，建设周期均为 2 年。自 2020 年 8 月至今，东方雨虹所披露的 21 项对外投资计划累计投资额达 301.5 亿元，其中，涉及建筑涂料的生产基地投资额达 81.5 亿元，占比 27%，建筑涂料业务扩产意图明确。亚士创能则规划在 21 年底将新增 145 万吨建筑涂料、15 万立方米保温板材、1200 万平保温装饰板、3.1 亿平防水卷材、55 万吨防水涂料产能。建筑涂料龙头继续加速产能扩张夯实工程业务，B 端有望继续放量。

图 41：涂料龙头规划全国性产能扩张（截至 2021Q1）



资料来源：公司公告，招商证券

图 42：建筑涂料行业梯队清晰（2020 年）



资料来源：Wind，招商证券

**服务能力为核心。**由于外墙涂料主要客户为大 B 客户，垫资能力和配货能力同样相当重要。但外墙涂料和防水涂料的本质区别在于外墙涂料是非标准化产品，对企业满足客户定制化需求的服务能力具有较高要求。外墙涂料工程客户往往会要求现场打样查看效果，打样的高质量成为外墙涂料企业的一项优势。高打样转换率有利于实现“打样多-转化率提高-规模提升-打样需求增加”的良性循环，既能体现企业技术能力强、获客能力强，又有利于控制获客成本。

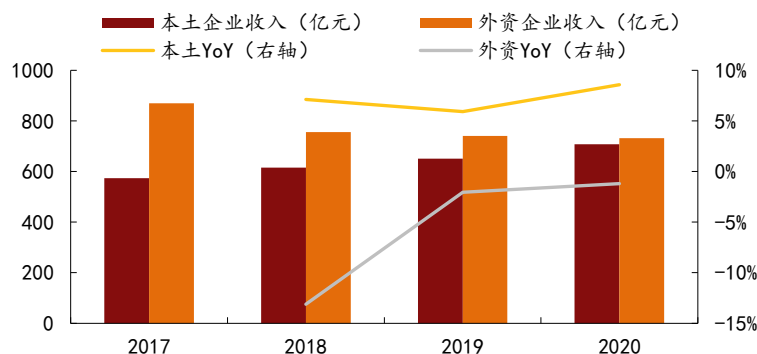
表 8：建筑涂料类供应商首选率榜单中，多数外资/合资品牌首选率下降

2016			2017		2018		2019		2020	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	20%	立邦	21%	立邦	19%	立邦	20%	立邦	18%
2	多乐士	17%	三棵树	17%	三棵树	17%	三棵树	19%	三棵树	17%
3	亚士漆	17%	亚士漆	17%	亚士漆	16%	亚士漆	18%	亚士漆	15%
4	三棵树	17%	多乐士	17%	多乐士	14%	富思特	9%	富思特	9%
5	富思特	11%	富思特	11%	富思特	11%	固克	9%	固克	9%
6	华润	4%	嘉宝莉	4%	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%	嘉宝莉	7%
7	PPG	4%	美涂士	3%	固克	5%	美涂士	6%	美涂士	5%
8	美涂士	2%	PPG	2%	美涂士	5%	多乐士	3%	德爱威	5%
9	巴德士	2%	固克	2%	PPG	2%	巴德士	3%	巴德士	4%
10	固克	2%	巴德士	1%	巴德士	1%	经典	2%	展辰	3%

资料来源：优采，招商证券；注：德爱威虽为东方雨虹旗下，但算作合资品牌

**垫资模式下，国产品牌替代逻辑延续。**涂料行业的高垫资水平叠加本土竞标环境、民族品牌情感等因素，使得外资涂料品牌在中国市场优势逐渐减弱，从首选率榜单来看，立邦（合资）虽稳居第一，但近年首选率有所下滑，而多乐士（外资）、PPG（外资）、华润（外资）均已跌出前十首选榜单。现阶段三棵树和亚士创能等国产品牌已强势突围，并在通过产能扩张持续巩固优势，和腰部企业拉开差距。

图 43: TOP100 涂料企业中, 本土企业收入增速优于外资

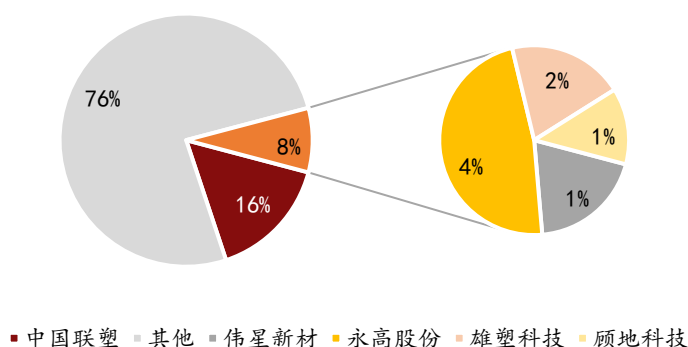


资料来源: 涂界, 招商证券

### (3) 塑料管材: 行业分散格局稳定, 旧改提供增量需求

塑料管材行业格局较为稳定, 中国联塑一家独大。塑料管材制造技术成熟、产品同质化程度高, 行业进入门槛较低, 行业集中度相对较低。按塑料管材“十三五”规划中 2020 年目标产量值和以往行业产销率匡算, 我们测得 2020 年联塑管材销量约占全行业 16%, 其余四家主要上市公司合计占比仅 8%, 整体行业格局变化不大。

图 44: 2020 年中国联塑管材销量占全行业约 16%



资料来源: 定期报告, 招商证券

旧改持续仍为管材、防水和涂料带来新增需求, 看好下半年开工加速。自 2017 年住建部启动老旧小区试点改造后, 旧改每年为消费建材需求贡献较为可观的增量。2021 年前 5 月, 全国新开工改造城镇老旧小区 2.29 万个, 占年度目标任务的 42.4%, 环比 4 月增长了 17.8%。分区域看, 仅不到 1/3 的地区开工率达到 50%, 2021H2 旧改有望加速。

表 9: 2021 年各地区旧改目标及 2021M1-5 开工情况

序号	省份	新开工改造小区数 (个)			序号	省份	新开工改造小区数 (个)		
		计划任务数	开工数	开工率			计划任务数	开工数	开工率
1	河北	3057	2727	89.2%	18	四川	6245	2343	37.5%
2	上海	200	172	86.0%	19	湖北	2601	943	36.3%
3	山东	3485	2523	72.4%	20	陕西	3622	1224	33.8%
4	兵团	74	51	68.9%	21	甘肃	2126	665	31.3%
5	北京	193	125	64.8%	22	湖南	3529	1025	29.0%

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

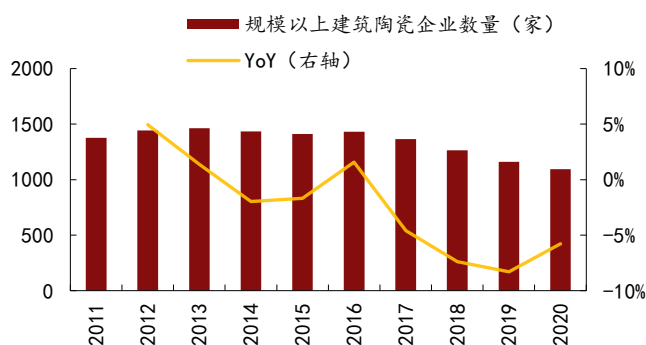
6	内蒙古	1698	1086	64.0%	23	天津	145	41	28.3%			
7	新疆	1714	1030	60.1%	24	福建	2564	704	27.5%			
8	安徽	1247	711	57.0%	25	浙江	807	219	27.1%			
9	江西	1277	695	54.4%	26	云南	2963	748	25.2%			
10	黑龙江	1439	678	47.1%	27	辽宁	1246	286	23.0%			
11	吉林	1623	746	46.0%	28	贵州	761	136	17.9%			
12	广西	1572	707	45.0%	29	山西	1866	328	17.6%			
13	青海	488	217	44.5%	30	广东	832	141	16.9%			
14	河南	3777	1621	42.9%	31	西藏	36	6	16.7%			
15	江苏	1130	469	41.5%	32	海南	450	6	1.3%			
16	重庆	831	340	40.9%	合计					53988	22872	42.4%
17	宁夏	390	159	40.8%								

资料来源：住建部，招商证券

#### (4) 瓷砖：成本压力加速出清，岩板领域竞争激烈

**环保趋严成本提高，行业加速出清。**瓷砖行业总体利润率较低，2020 年规上企业税前销售利润率为 7.1%，且规上企业数量较 2019 年减少 67 家。广西为瓷砖产业集群区域之一，2021 年 6 月 2 日广西工信厅发布的《广西工业产业结构调整指导目录（2021 年本）》要求广西产区内的陶瓷生产线需在 2025 年底完成“煤改气”改造，否则将被淘汰。随着环保政策趋严（煤改气加速落地，碳中和逐步推进）+上半年原材料和燃料成本快速上涨，陶瓷利润空间被进一步压缩，据陶城报统计，截至 2021/6/25，今年已有 17 家陶企宣布破产。龙头企业的议价优势（来自于产品创新和 C 端品牌知名度）、税收优势（来自于高新技术企业认证）、规模优势（来自于更充足的产能）进一步凸显，行业集中度料将进一步提升。

图 45：近年来建筑陶瓷行业持续出清



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，招商证券

图 46：2020 年规上建筑陶瓷企业总收入同比+1.5%



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，招商证券；注：增速采用公告值（可比口径）

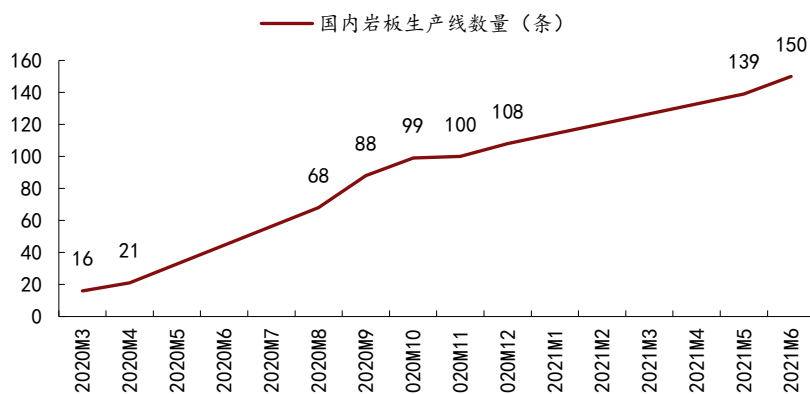
**岩板吸引力强，产能激增+价格战挤占利润空间。**自 2019 年蒙娜丽莎首次在国内实现超大规格陶瓷岩板的独立生产后，岩板的高利润率和家具定制化功能吸引陶企纷纷投建岩板产线。据陶城报统计，截至 21M6 国内已有超 150 条岩板生产线，若按照投产工期为 300 天/年，日产 7000-10000 平方米产能匡算，国内岩板产能已达 3.15-4.5 亿平方米/年。岩板的快速工业化生产对行业的影响主要体现在产品价格下降。

**交付能力为岩板核心竞争力。**由于岩板下游主要是定制家居产品，可深加工是岩板的重要特点。岩板的产线投资额高昂、运输半径小、加工良品率较低，使得资金、渠道和加工能力构筑了行业壁垒，交付能力成为核心竞争力，因此诸多中小厂商岩板产线的投资



回报率较低，竞争优势主要集中在龙头企业。

图 47：截至 2021 年 6 月国内岩板生产线数量已达 150 条



资料来源：陶城报，招商证券

**瓷砖行业产能扩张延续。**据优采统计，截至目前，江西产区今年拟新增 40 条瓷砖生产线，包括但不限于东鹏、新明珠、诺贝尔等知名瓷砖品牌，瓷砖行业产能扩张仍在继续。根据陶城报统计，2021H1 江西产区获批新建 11 个生产线建设项目，占全国总量的 42%。2021 年 5 月 31 日，四通股份其子公司广东东唯新材料 100% 的股权以 3.8 亿元的价格转让给马可波罗。广东东唯主营业务为生产和销售岩板。通过股权转让，马可波罗迅速扩大岩板产能和销售渠道，进一步提升核心竞争力。2021/6/19，马可波罗的第 9 条岩板生产线在唯美江西生产基地点火。

表 10：2021M1-6 仅江西产区获批新增建筑陶瓷产能达 2.5 亿方/年

序号	项目名称	投资额 (亿元)	产线数量(条)	年产能 (万方)
1	江西新明珠建材有限公司扩建年产 6600 万平方米建筑陶瓷生产线建设项目	10	5	6600
2	丰城市东鹏陶瓷有限公司智能陶瓷家居产业园项目	50.8	9	5000
3	江西华瑞新材料科技有限公司年产 3300 万方建筑陶瓷生产线项目	25.1	/	3300
4	景德镇欧神诺陶瓷有限公司一组年产 650 万㎡高端陶瓷地砖智能化生产线项目	1.83	1	650
5	高安罗斯福陶瓷有限公司年产 2000 万㎡建筑陶瓷大理石大板智能化建设项目	3.95	2	2000
6	江西格来利陶瓷有限公司年产 1530 万㎡一次烧成中大板瓷砖建设项目	3.61	2	1530
7	江西亿泉新型材料科技有限公司扩建两条现代化智能陶瓷生产线项目	3	2	1320
8	宜丰奥巴马陶瓷有限公司扩建两条智能陶瓷生产线项目	3	2	1700
9	江西格仕祺陶瓷有限公司年产 1000 万㎡陶瓷大板岩板智能化建设项目	2	2	1000
10	江西炫陶陶瓷有限公司年产 600 万 m <sup>2</sup> 外墙瓷砖及抛釉中板生产线	1.2	1	600
11	江西省金三角陶瓷有限公司年产 1056 万平方米智能化陶瓷岩板中大板生产线	1	4	1056
合计		105.49	30	24756

资料来源：陶瓷板，招商证券

## 4、扩产拓品类逻辑继续演绎，龙头成长延续

### (1) 再融资优势助力上市公司产能扩张

资本市场制度优化，上市公司与非上市企业融资能力差距拉大。2010 年至今的消费建材上市公司再融资方式以定向增发为主，且 2020 年起由于再融资新规催化，定增发行频率加快，增发目的主要为补流、项目融资和融资收购。上市公司的融资优势有助于提



高企业的抗风险能力，保障可持续发展。

表 11：2020 年起消费建材上市公司再融资频率增加

代码	名称	定增 发行日	发行 价格	增发日 收盘价	最新 收盘价	增发数量 (万股)	实际募资 总额(亿元)	定向增发目的
300715.SZ	凯伦股份	2021-05-27	19.28	23.86	24.00	7,780.08	15.00	补充流动资金
300737.SZ	科顺股份	2021-01-06	9.77	21.41	34.15	2,360.00	2.31	补充流动资金
002271.SZ	东方雨虹	2021-03-04	45.50	47.35	57.57	17,582.42	80.00	项目融资
603378.SH	亚士创能	2020-12-11	35.17	45.11	55.70	1,137.33	4.00	补充流动资金
603737.SH	三棵树	2020-09-25	48.85	159.80	169.64	818.83	4.00	补充流动资金
300599.SZ	雄塑科技	2021-04-29	9.25	11.18	11.11	5,413.16	5.01	项目融资

资料来源：Wind，招商证券；注：价格单位均为“元/股”，最新收盘日为 2021/6/17

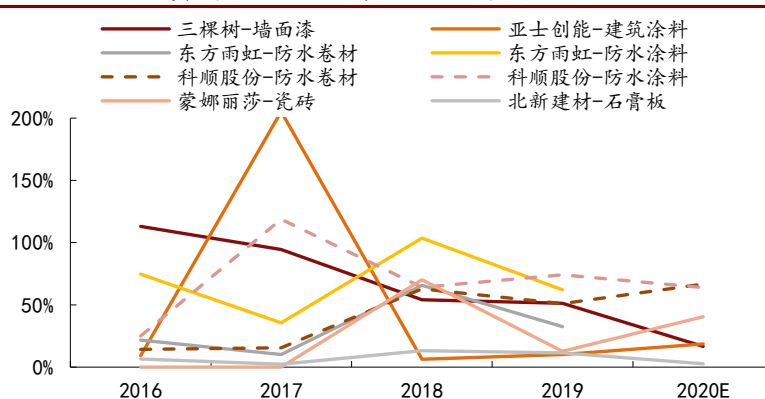
表 12：2020Q4 至今有三家消费建材上市公司计划定向增发

代码	名称	预案 公告日	方案 进度	定增 价格	最新 收盘价	增发数量 (万股)	预计募集 资金(亿元)	定向增发目的
603737.SH	三棵树	2021-04-08	股东大会通过	竞价发行	169.64	11,293.12	37.00	项目融资
300737.SZ	科顺股份	2021-03-18	董事会预案	23.50	34.15			融资收购其他资产
002162.SZ	悦心健康	2020-11-07	证监会通过	2.75	5.76	7,272.50	2.00	补充流动资金
002918.SZ	蒙娜丽莎	2020-05-06	停止实施	18.08	28.63	3,097.34	5.60	引入战略投资者
002798.SZ	帝欧家居	2020-04-13	停止实施	18.59	16.06	2,689.62	5.00	补充流动资金

资料来源：Wind，招商证券；注：价格单位均为“元/股”，最新收盘日为 2021/6/17

融资优势利于构筑壁垒，助力扩产稳固龙头地位。上市企业具备融资优势，通过募投项目扩大自有产能、构建完备渠道，从而满足区域需求、有效降低成本。考虑到目前国家对于工业用地的供给收紧，后进入者以及业内尾部企业再想布局全国性的产能和渠道的难度提升。龙头的垫资能力、配货能力和成本优势都将进一步凸显，行业集中度料将持续提升。

图 48：当前消费建材龙头主业产能仍处于增长阶段



资料来源：Wind，招商证券

## (2) 拓品类谋成长，消费建材子行业相互渗透

随着主营业务快速发展步入正轨，消费建材龙头大多开展品类扩张以谋求新的增长点。当前消费建材龙头拓品类逻辑可分为横向拓展和纵向拓展。1) 横向拓展表现为消费建材子行业间的相互渗透：三棵树、亚士创能、伟星新材和北新建材等开拓防水业务，东方雨虹加码建筑涂料和保温材料业务，北新建材同样将建筑涂料业务作为“一体两翼”战略中的重要部署，三棵树通过收购进军节能保温领域。2) 纵向拓展表现为公司向上

下游延伸：北新建材自建护面纸（纸面石膏板原材料）产线，向上游拓展有利于公司控制成本；东鹏在卫浴陶瓷的基础上拓展卫浴产品的生产和销售。

**具备 C 端和拓品类逻辑的优质标的易获高估值。**在各子板块中，同时具备拓品类和 C 端逻辑的标的估值相对更高，拓品类意味着新增长点；C 端占比较高意味着相对 B 端主导的企业对下游有更强的议价能力，有利于保障回款周期、现金流质量和转嫁成本压力。

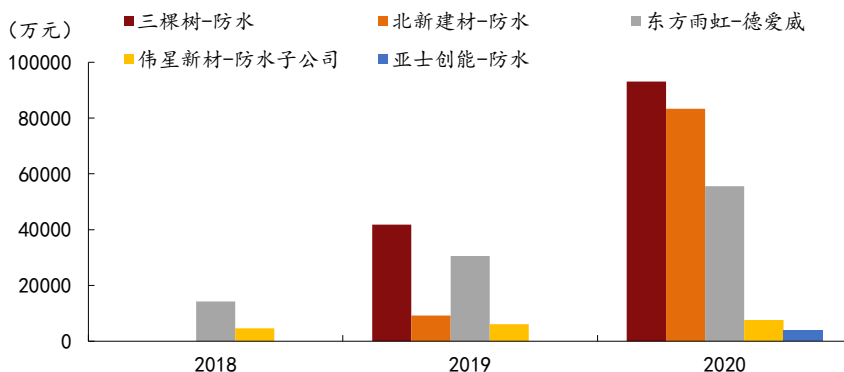
表 13：多数消费建材龙头演绎拓品类逻辑

板块	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	净利润 CAGR (18-20)	PE ttm (倍)	PB lf (倍)	PS ttm (倍)	C 端	拓品类	(拟/已)新增品类
建筑涂料	三棵树	603737.SH	634	50%	99.70	26.84	6.86	✓	✓	防水涂料、保温材料等
	亚士创能	603378.SH	112	132%	30.79	5.53	2.89		✓	防水材料
防水材料	东方雨虹	002271.SZ	1426	50%	40.12	4.73	5.79		✓	建筑涂料、保温材料、特种砂浆、非织造布等
	科顺股份	300737.SZ	210	119%	20.48	4.61	3.05		✓	减震支座
塑料管材	凯伦股份	300715.SZ	72	107%	23.47	5.58	3.25			
	伟星新材	002372.SZ	357	10%	29.30	9.73	6.57	✓	✓	防水涂料、净水、地暖管等
	永高股份	002641.SZ	80	77%	9.95	1.71	1.03			
	雄塑科技	300599.SZ	40	2%	17.55	1.75	1.78		✓	可降解膜、农业智慧管材、防疫消杀管材
陶瓷瓷砖	东鹏控股	003012.SZ	190	4%	18.73	2.63	2.43	✓	✓	卫浴
	蒙娜丽莎	002918.SZ	118	25%	20.49	3.57	2.19	✓		
	帝欧家居	002798.SZ	62	22%	10.42	1.45	1.03			
石膏板	北新建材	000786.SZ	733	8%	21.88	4.52	3.88		✓	护面纸、轻钢龙骨、防水材料、建筑涂料等

资料来源：Wind，公司公告，招商证券；收盘日：2021/6/18

**横向拓展主要考虑协同性。**消费建材各子行业在下游客户资源和渠道资源上具有协同性。三棵树、亚士创能和东方雨虹的新业务发展主要考虑防水涂料和建筑外墙涂料的主要客户均为地产客户，若其中一项业务发展较好，另一项业务可依托前者所积累的 B 端品牌力和销售渠道在竞标、供货等环节获得优势，从而得到快速增长。伟星新材推进的“同心圆战略”本质同为各业务渠道和客户协同发展，室内防水与水电工程为隐蔽工程中的前后工序。目前来看，各龙头新业务进展较佳，但相较自建产能和自主宣发，**并购资产可更快显现绩效。**

图 49：通过并购资产，东方雨虹/三棵树/北新建材新业务相对增长更快

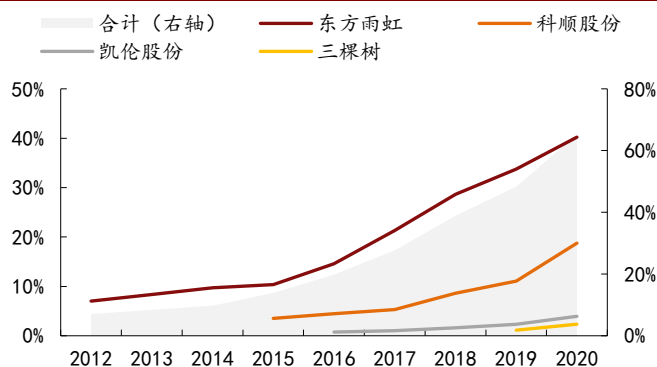


资料来源：Wind，招商证券；注：统计的是母公司并表收入

### (3) 龙头市占率提升，各子行业持续集中

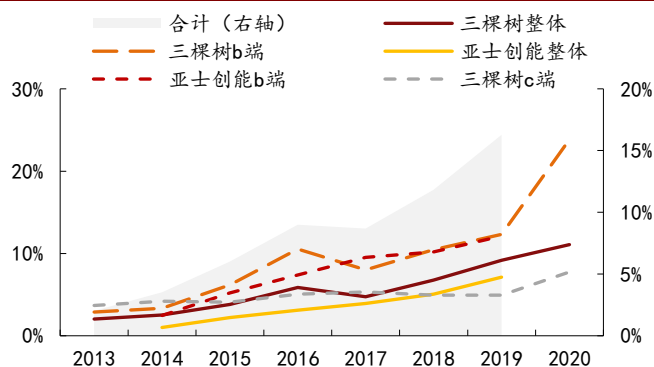
消费建材各子行业集中度均有所提升。除石膏板行业外，其余消费建材子行业集中度较低。当前龙头仍处于高速成长期，边际增长以供给为主导，通过资产收购和自建产能匹配销售增长，并加强规模效应，龙头市占率得以提高，带动各子行业集中度持续提升。

图 50: 防水行业龙头市占率提升明显



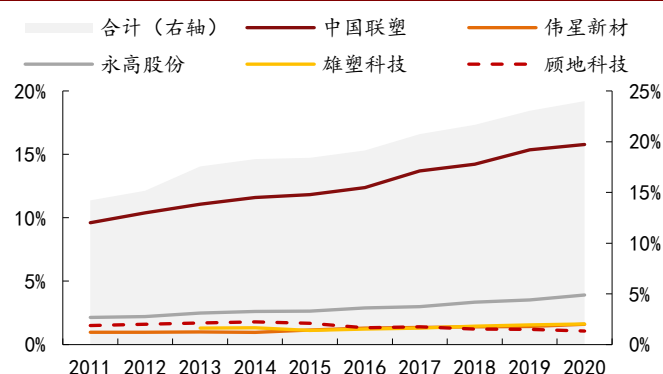
资料来源：公司定期报告，招商证券；注：以产量/规上总产量计

图 51: 建筑涂料龙头在内外墙领域市占率均在提升



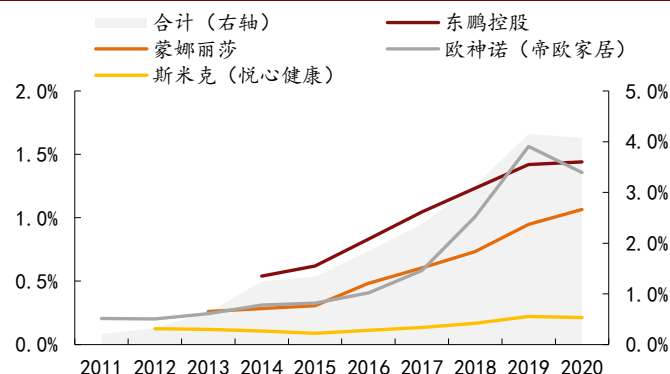
资料来源：公司定期报告，招商证券；注：以销量/总销量计；亚士创能 2020 年统计口径变动

图 52: 塑料管材第一龙头市占率稳增，次梯队缓增



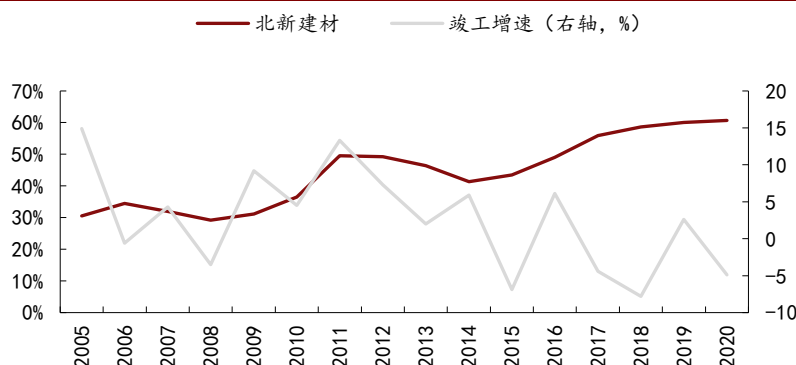
资料来源：公司定期报告，招商证券；注：以销量/总销量计

图 53: 瓷砖行业集中度低但龙头份额同样快速扩张



资料来源：公司定期报告，招商证券；注：以销量/总销量计

图 54: 石膏板龙头北新建材市占率稳增，与竣工增速相关性弱化



资料来源：公司定期报告，招商证券；注：以产量/总产量计

## 5、关注渠道变革，把握小 B 端增长潜力

**大 B 端通常以直销为主。**由于工程客户单次采购量大，公司针对集采的地产商、总包方、政府项目等大 B 端更多采用直销模式，让客户直接和厂商对接，利于建材商和客户直接合作，满足其需求，同时能有效控制渠道，减少中间流通环节，避免对经销商的依赖。但直销模式下，大 B 客户的话语权较大，由于赊销模式，对建材企业垫资能力要求较高，应收账款坏账风险较高。

**C 端通常以经销为主。**建材企业的 C 端市场通常是自有住宅业主，需求多集中在毛坯房、二手房的装修和自有住宅的翻新，采购更零散、需求不稳定，需在 C 端市场布局更完善的经销渠道网络来接近终端消费者。由区域经销商和厂商对接，建材商可通过销售政策强化经销商的品牌忠诚度，若是独家代理则能对新进入者形成较高壁垒，也有如东方雨虹是经销+分销（家装连锁公司、建材超市和建材市场）。目前建材企业大多采用买断式经销，能保障较好的现金流，但经销模式下将会产生较高的销售费用。

**表 14：直销经销模式对比**

	优势	劣势
直销模式	· 和客户直接合作，便于满足需求； · 能有效控制渠道，减少中间流通环节，避免对经销商的依赖。	· 大 B 客户话语权较大，需要花费精力发展、维护大客户关系； · 垫资要求高，应收账款风险较高。
经销模式	· 议价能力更强，现金流好； · 利于提升品牌影响力。	· 需要大量销售投入； · 经销商和终端门店管理难度大。

资料来源：公开资料整理，招商证券

**小 B 端渠道模式差异较大：**对于建筑装饰装修企业与涂装工程施工企业等小 B 客户，各建材企业所采用的渠道有所不同，如亚士创能等工程基因强大的建材公司以直销渠道对接小 B 客户；而伟星新材、蒙娜丽莎等 C 端建材龙头则惯以经销渠道发展小 B。但总体来说，目前建材企业更多用经销模式对接小 B 端。

**表 15：部分建材公司小 B 端渠道情况**

公司	小 B 渠道模式	实施情况
亚士创能	直销	公司直销渠道承接、承做小 B 订单。
伟星新材	经销	公司销售部门承接小 B 订单，经销商承做。
蒙娜丽莎	经销	经销商自行承接、承做小 B 订单。

资料来源：招股说明书，招商证券

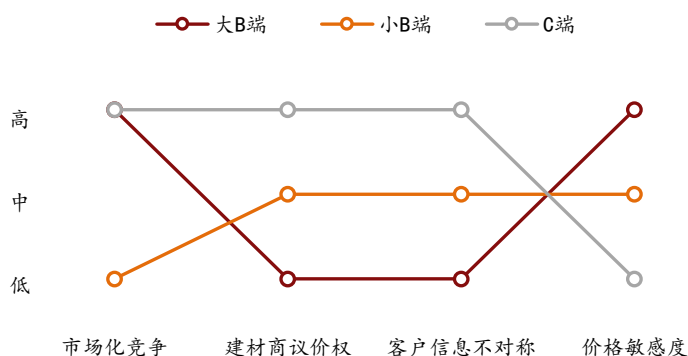
**未来小 B 端有望出现明显边际增长。**过去两年大 B 端持续发力，各子行业中工程端龙头均有较显著增长，而以 C 端零售为主导的企业业绩略有承压。存量房时代下，C 端市场需求空间虽大但难有爆发性增长，我们预计短期内龙头建材企业 C 端业务增长企稳；而头部房企目前精装修渗透率较高，开盘量有限，B 端成长速度料将放缓，并考虑到建材企业过于依赖大 B 客户会存在较大的资金链风险和议价权削弱，建材企业有充足动力开拓中小地产客户，以及装修公司、施工队等小 B 客户。

**小 B 面对 C 端客户具备较高主导权。**家装公司和施工队在装修过程中的参与有两种形式：（1）地产商开发精装楼盘时与家装公司/施工企业签订合同，参与装修装饰工程，但建材企业的直接客户仍为大 B 端，因此归入大 B 口径。（2）购房业主自己寻找家装公司/施工企业做装修。消费类建材功能性差异较小，若非装饰类，消费者通常对品牌区分度较低，无论是甲指乙供还是包工包料，家装公司和工长作为直接面对终端业主的



中介，对于建材的选择具有较大的建议权。

图 55：小 B 端有较大市场潜力待挖掘



资料来源：公开资料整理，招商证券

**2C 企业服务能力强，有望快速切入小 B。**小 B 端当前市场化竞争程度较低，建材公司和小 B 端深化合作，一方面利于拓展市场渠道，通过小 B 端提升终端品牌影响力，相较于经销渠道节省了大笔营销费用，另一方面可确保更优质的现金流。小 B 的本质是做服务，2C 企业通常有更强的 C 端服务经验和品牌力，更容易切入小 B 端；而 2B 企业若能顺利发展小 B 渠道，利于补足短板快速提升零售市场份额。

### 三、水泥：碳中和加速供给改革，看好格局优化

#### 1、供给侧改革延续，碳中和短期增压水泥行业

国内水泥行业供给端仍受到错峰生产和环保限产的制约。2020 年 12 月《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》提到所有水泥熟料都应进行错峰生产，继续大力推进水泥行业绿色发展，加强水泥行业产能置换监管。错峰生产政策应当因时因地制宜，精准安排好错峰生产，加大部门协调的同时也加大环保督察检查力度。各地的错峰生产政策相较于以往的一刀切，今年多地采取分级管控/差异化限产停产。

表 16：2021 年夏季错峰生产政策梳理

地区	直辖市、省份	今年夏季错峰生产实际	实施时长	备注
华东	江苏省	2021.6.1-2021.8.31	3 个月	分级管控
	浙江省	2021.6.1-2021.8.31	3 个月	
	江西省	夏季停窑计划错峰停窑	15 天	
	福建省	夏季停窑计划错峰停窑	15 天	
	安徽省	雨季伏天实施错峰生产	15 天	
	山东省	2021.6.11-2021.6.30	20 天	
华中	河南省	2021.6.1-2021.6.20	20 天	
	湖北省	2021.7.31 前停产	48 天	
华南	广东省	2021.6.1-2021.8.31	10 天	
西南	重庆市	2021.4.1-2021.6.30	25 天	分级管控
	四川省	2021.4.1-2021.9.30	40 天	
	云南省	2021.4.1-2021.6.30	25 天	
	贵州省	2021.4.1-2021.9.30	50 天	

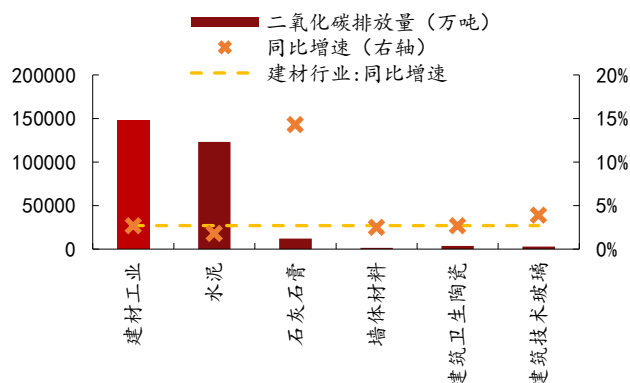


华北	河北省	2021.6.11-2021.6.30	20 天	差异化
	山西省	2021.6.21-2021.7.10	20 天	
西北	陕西省	2021.7.11-2021.9.30	1 个月	差异化
	青海省	2021.6.5-2021.6.20	15 天	
	新疆省	2021.6.1-2021.6.30	1 个月	
东北	辽宁省	2021.6.5-2021.7.10	15 天	差异化
	吉林省	2021.6.10-2021.6.25	15 天	
	黑龙江	2021.6.10-2021.6.25	15 天	

资料来源：中国水泥网，招商证券；注：截至 2021/6/9

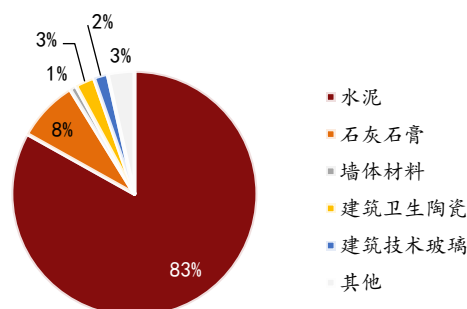
**碳中和推进水泥行业碳减排，行业成本中枢或将提升。**2021 年 1 月，中国建筑材料联合会发布的《推进建筑材料行业碳达峰、碳中和行动倡议书》中指出，建材行业要在 2025 年前全面实现碳达峰。其中，水泥行业需在 2023 年前率先实现碳达峰。据中国建筑材料联合会数据，2020 年我国建材工业二氧化碳排放量达到 14.8 亿吨，同比上升 2.7%；其中，水泥工业排放二氧化碳 12.3 亿吨，同比上升 1.8%，占全国碳排放量的 14%，占建材工业排放量的 83%。2021 年 6 月底，全国碳排放权交易市场将上线，由电力行业领头，预计水泥、钢铁等重点能耗行业将陆续跟进。碳中和目标将进一步推进水泥行业碳减排，可交易的碳排放权或将提高水泥行业整体成本中枢。

图 56：2020 年建材各子行业碳排放量均同比增长



资料来源：中国建筑材料工业碳排放报告，招商证券

图 57：2020 年水泥工业碳排放量占建材行业的 83%



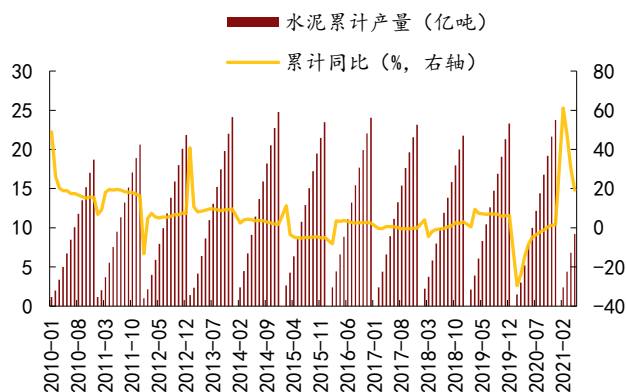
资料来源：中国建筑材料工业碳排放报告，招商证券

**技术进步为推进水泥行业碳减排的重要路径。**随着新型干法水泥技术工艺的普及和落后产能的淘汰，技术进步推进水泥行业落实碳减排。2005-2014 年间水泥产量增长达到 133%，而煤炭消耗仅增长 46%，平均每年减少碳排放近 2000 万吨。电石渣对石灰石的替代同样有助于水泥行业碳减排。

## 2、水泥价格高位运行，景气略降淡季渐临

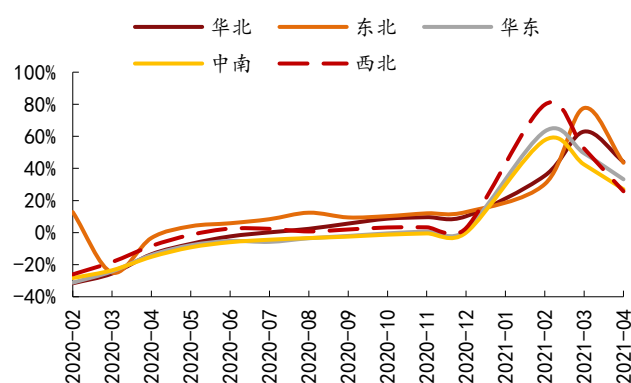
**5 月水泥产量当月同比下滑，淡季渐临。**2021 年 1-5 月，全国水泥累计产量为 9.22 亿吨，同比+19.2%，2 年 CAGR 为 5.2%；5 月份单月水泥产量为 2.43 亿吨，同比-3.2%，2 年 CAGR 为 3.5%，主要考虑去年 5 月逐渐复工复产，抢工推涨水泥短期需求。今年前期大宗商品价格快速上涨致使下游施工意愿弱化，5 月产量同比下降，但总体需求有支撑。6 月随着天气转热、梅雨季节和高考等因素扰动，水泥将渐入淡季。

图 58: 2021 年前 5 月水泥产量累计同比+19.2%



资料来源: Wind, 招商证券

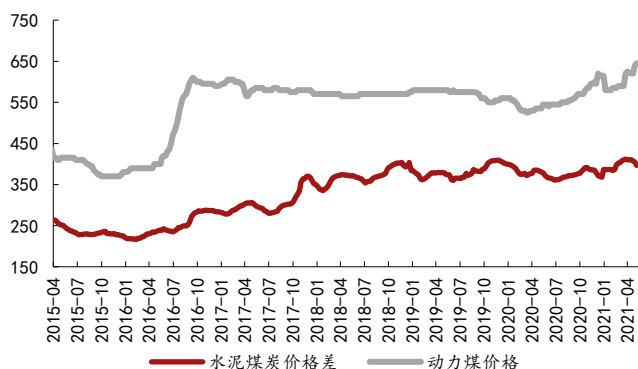
图 59: 各区域水泥累计产量增速趋缓



资料来源: Wind, 招商证券

气候转热需求减弱，熟料库存环比提升。2021 年 1-5 月全国水泥熟料产量 9.2 亿吨，同比增长 19.2%。据卓创资讯，截至 2021 年 6 月 17 日，全国熟料库容比均值为 59.58%，环比上周上升 4.05pp，熟料产量普遍存在富余，华北地区库容比水平为 66.67%，华东、中南、西南、西北和东北地区熟料库容比均上升，分别为 64.44%，64.17%，60.56%，61.67%和 40.00%，主要是需求出现减弱。

图 60: 动力煤价格与水泥煤价差略有扩大（元/吨）



资料来源: 数字水泥网, Wind, 招商证券

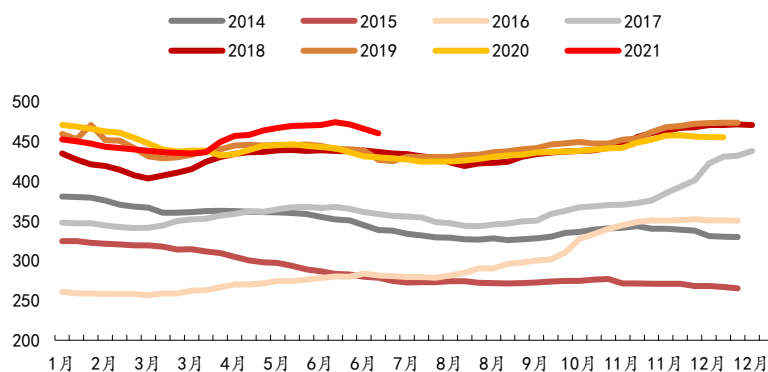
图 61: 水泥价格处于历史高位（P.O42.5，元/吨）



资料来源: 数字水泥网, 招商证券

水泥库存处于历史低位，价格高位运行。从全国水泥的价格来看，一季度水泥价格保持历史高位，总体平稳上升，超过过去 6 年整体水平。从水泥库存情况来看，截至 2021 年 6 月 11 日，全国水泥库容比在 60%左右，处于年度高位，从整体来看处于过去五年中的较低水平。今年前五基建投资（不含电力）同比增长 11.8%，2 年 CAGR 为 2.4%，基建投资总体处于低位增长阶段，全国需求较前期相比继续恢复。

图 62: 2021 年全国水泥价格维持高位运行 (元/吨)



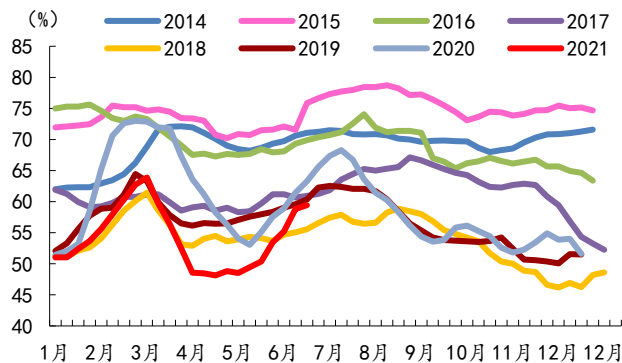
资料来源: 数字水泥网, 招商证券

图 63: 2021Q2 全国水泥库容比回升



资料来源: 数字水泥网, 招商证券

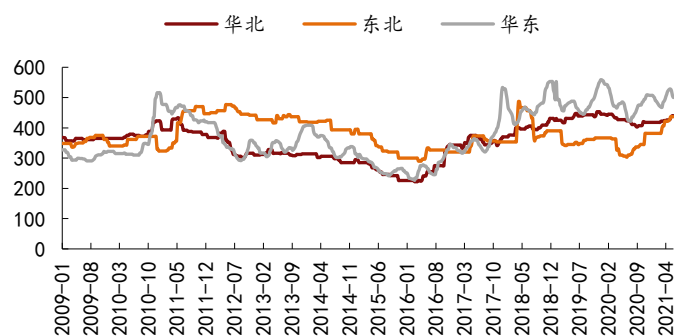
图 64: 2021 年水泥库容比处于历史低位



资料来源: 数字水泥网, 招商证券

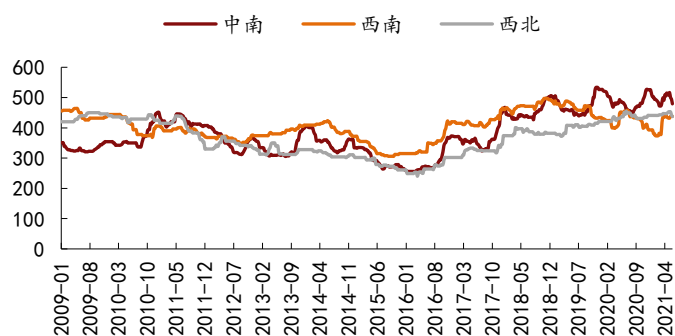
分区域来看, 对比北方区域和南方区域水泥价格走势来看, 华东、中南地区水泥价格高于西南、西北、华北和东北地区。今年三月水泥需求稳中有升推涨价格, 前四月长三角熟料价格五轮提价超预期, 高景气维持至六月中旬。1) 北方区域: 东北地区近期环保政策下错峰生产执行情况良好, 错峰生产导致低库存短期支撑水泥价格上调, 华北地区水泥价格保持平稳, 华东地区虽雨水天气有所缓解但受高考影响, 需求减弱, 水泥价格继续走低; 2) 南方区域: 西南和西北地区需求相对稳定, 水泥价格维稳, 中南地区水泥价格继续回落。

图 65: 北方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

图 66: 南方地区 PO42.5 水泥均价 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

## 四、玻璃：量价均高位攀升，集中进入高成长领域

### 1、供需缺口存在，库存处于低位

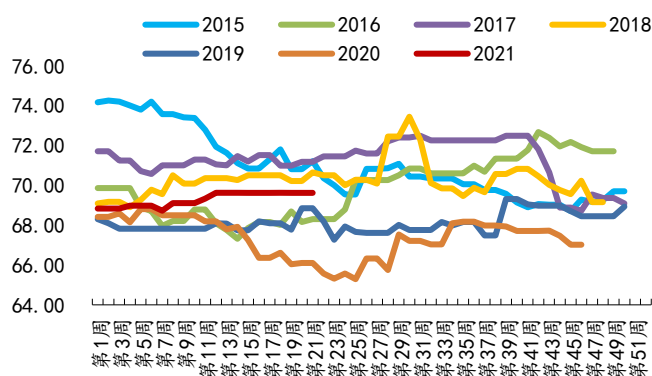
行业景气度高，产能稳步提升。由于上游供应增量有限而下游维持刚需补库，玻璃市场的高景气度有一定的延续性。玻璃产能提升动力不减。2021年1-6月累计新增产线3条，新增产能1380万重箱；新增冷修生产5条，产能减少1920万重箱；冷修复产生产线共8条，产能恢复3330万重箱。总体来看，行业供给回升。截至2021年6月，在产玻璃产能100332万重箱，同比去年增加9990万重箱，玻璃供给较去年出现上浮。玻璃产能利用率为72.66%，同比去年上涨6.21pp，相比2019年上涨5.39pp。

图 67：玻璃行业在产产能上浮



资料来源：玻璃信息网，招商证券

图 68：近年产能利用率对比（%）



资料来源：玻璃信息网，招商证券

表 17：2021 年新增冷修生产 5 条，产能减少 1920 万重箱

	生产线	地址	日熔化量（万重箱）	时间
1	金晶集团滕州二线	山东	600	2021.02.01
2	信义芜湖一线	安徽	500	2021.02.08
3	新疆晶华浮法玻璃厂	新疆	600	2021.03.05
4	成都台玻二线	四川	900	2021.04.28
5	广东中山玉峰三线	广东	600	2021.05.15

资料来源：玻璃信息网，招商证券；截至2021年6月11日；注：表中日熔化量为该产线设计产能

表 18：2021 年冷修复产生产线共 8 条，产能恢复 3330 万重箱

	生产线	地址	日熔化量（万重箱）	时间
1	本溪迎新玻璃有限公司三线	辽宁	900	2021.01.08
2	亿钧（武汉）玻璃有限公司	湖北	700	2021.01.28
3	安阳安彩一线	河南	500	2021.02.28
4	东海台玻一线	江苏	800	2021.04.24
5	华尔润江门三线	广东	1050	2021.05.16
6	信义芜湖一线	安徽	500	2021.05.18
7	金晶集团滕州二线	山东	600	2021.05.29
8	唐山蓝欣二线	河北	500	2021.05.08

资料来源：玻璃信息网，招商证券；截至2021年6月11日；注：表中日熔化量为该产线设计产能

表 19：2021 年新增生产线 3 条，产能新增 1380 万重箱

	生产线	地址	日熔化量（万重箱）	时间
1	广东明轩二线	广东	1000	2021.04.21

敬请阅读末页的重要说明

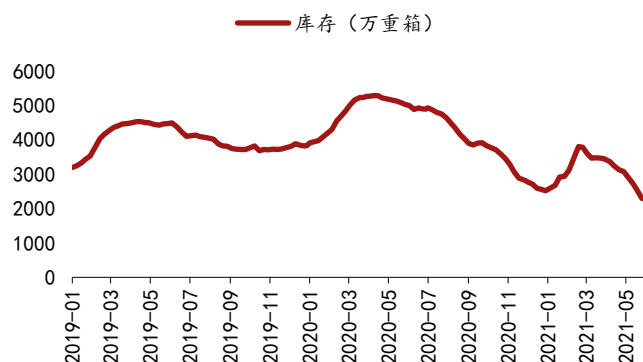
Page 32

	生产线	地址	日熔化量(万重箱)	时间
2	福建龙泰玻璃有限公司	福建	700	2021.05.01
3	佳木斯佳星二线	黑龙江	600	2021.05.06

资料来源：玻璃信息网，招商证券；截至 2021 年 6 月 11 日；注：表中日熔化量为该产线设计产能

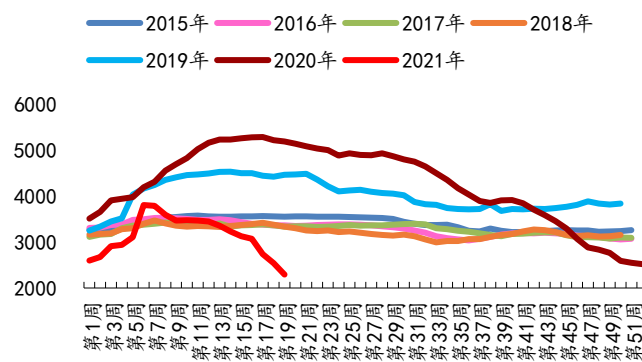
**玻璃库存处于历史低位。**截至 2021 年 6 月 11 日，玻璃行业库存 2402 万重箱，同比去年减少 2574 万重箱。库存天数 8.74 天，同比减少 11.74 天，远低于历史平均水平（15.9 天）。自供给侧改革实施以来，玻璃行业产能面临减量置换；叠加当前贸易商和加工厂补库存速度减缓，玻璃社会库存边际降低，总体来看库存低位可能长期维持。需求旺盛+供给受限，供需缺口仍存。

图 69：2021 年玻璃库存处于历史低位（万重箱）



资料来源：玻璃信息网，招商证券

图 70：当前玻璃库存处于 6 年来历史低位（万重箱）



资料来源：玻璃信息网，招商证券

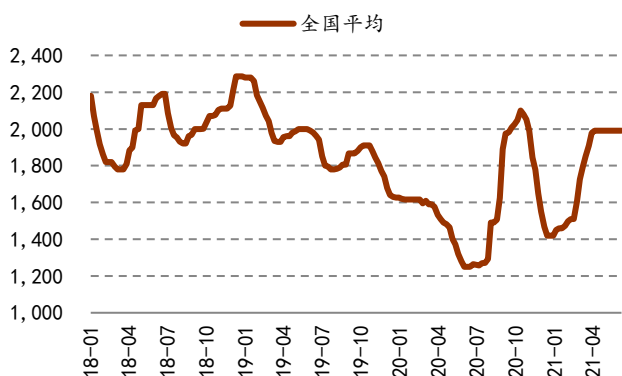
## 2、原材料成本高增，推涨玻璃价格

**纯碱下游需求端玻璃消耗占比最大，达到 55%。**纯碱属于化工产业链中的一部分，受供需状况和国家政策的影响，价格波动较大。一般而言，单重箱玻璃需要使用纯碱 10kg 左右，纯碱价格上涨 100 元将增加玻璃成本 1 元/重箱。

2021 年上半年，重油价格波动幅度不大；纯碱价格自年初开始上涨，目前已上涨至年内高位。目前纯碱利润处于高位+重质纯碱需求较好，纯碱整体开工率较高，Q2 市场消化纯碱整体库存成果有限，纯碱全国库存再度回升至 95 万吨以上，去库迟缓将增加纯碱价格压力。玻璃价格将进一步跑赢纯碱。随着国内厂家增加重质纯碱生产比例+进口重质纯碱，或造成供给量增加而带来价格下行。但由于光伏玻璃产线在 2020 年底后集中释放，浮法玻璃、光伏玻璃对重质纯碱形成刚性需求支撑，将一定程度利好纯碱市场。因此，预计纯碱价格短期内不会大幅下调，原材料成本短期内依旧维持高位，从而协同推涨价格、控制玻璃价格的最低点。

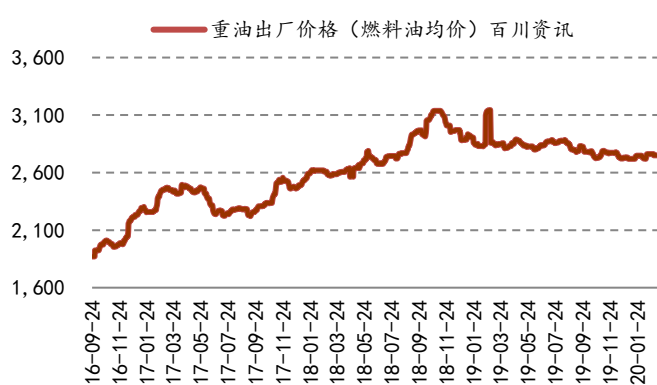


图 71: 2021 年纯碱价格快速上涨 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

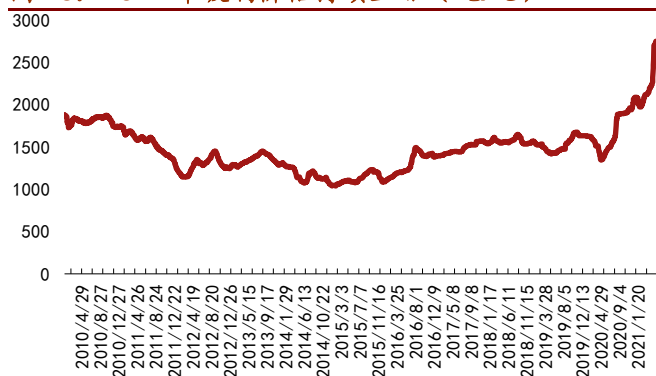
图 72: 2021 年重油价格波动不大 (元/吨)



资料来源: 玻璃信息网, 招商证券

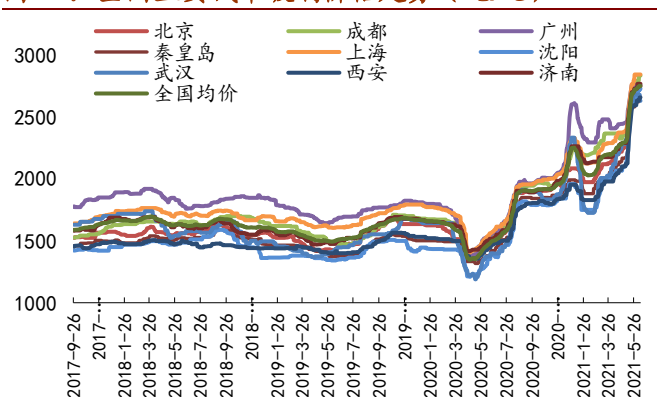
2021 年初起, 玻璃价格持续上涨。2021 年玻璃原材料纯碱价格上涨, 从成本端推涨玻璃价格。玻璃行业景气度上行, 三大指数均同比上涨。截至 2021 年 6 月 11 日, 中国玻璃综合指数 1908.82 点, 同比去年同期上涨 859.17 点; 中国玻璃价格指数 2002.75 点, 同比去年同期上涨 933.47 点; 中国玻璃信心指数 1533.11 点, 同比去年同期上涨 561.96 点。由于前期价格上涨幅度过高, 近期部分地区产能释放环比加速, 加上其它大宗商品价格以稳定为主, 预计后市交投情况持稳, 市场价格短期以窄幅震荡为主。

图 73: 2021 年玻璃价格持续上涨 (元/吨)



资料来源: 玻璃信息网, 招商证券

图 74: 全国主要城市玻璃价格走势 (元/吨)



资料来源: 玻璃信息网, 招商证券

### 3、玻璃龙头新建产能, 投入高成长领域

光伏玻璃、节能玻璃、药用玻璃、电子玻璃等品类当前需求旺盛供给紧缺, 整体处于高景气阶段。传统玻璃龙头通过自建产能投入上述高成长领域。

表 20: 2020 年以来玻璃龙头企业新增规划产能

公司	主营业务	公告日期	品类	(拟) 新增产能	方式	投资额/收购价格 (亿元)
旗滨集团 601636.SH	浮法玻璃 (87.39%)	2020/01/22	节能玻璃	755 万平方米/年	自建	6
		2020/03/02	节能玻璃	550 万平方米/年	自建	1.82
		2020/09/25	光伏玻璃	1200t/d	自建	10.27
		2020/10/29	光伏玻璃	1200t/d	自建	13.73
		2020/10/29	药用玻璃	25t/d	自建	4.71
		2021/01/29	药用玻璃	25t/d	自建	
		2021/04/30	光伏玻璃	1200t/d	自建	13.35

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

公司	主营业务	公告日期	品类	(拟)新增产能	方式	投资额/收购价格(亿元)
南玻 A 000012.SZ	平板及工程玻璃 (81.05%)	2021/06/12	电子玻璃	65t/d	自建	4.95
		2020/03/06	光伏玻璃	1200t/d (4 条)	自建	37.39
		2020/03/06	超白玻璃、光伏玻璃	60 万吨/年	自建	7.4
		2020/04/30	镀膜玻璃	276 万平方米/年	自建	1.15
		2020/11/07	节能玻璃	560 万平米/年	自建	4.94
		2021/03/27	光伏玻璃	1200t/d	自建	8.58
		2021/03/27	电子玻璃	110t/d	自建	2.85
		2021/06/08	光伏玻璃	650t/d	增资	1.43
亚玛顿 002623.SZ	光伏玻璃 (83.76%)	2021/06/11	汽车玻璃		自建	
		2021/05/01	光电玻璃	650t/d	自建	
洛阳玻璃 600876.SH	光电玻璃 (84.02%)	2020/05/29	超白光热玻璃		自建	
		2021/04/29	光伏玻璃		收购	1.82

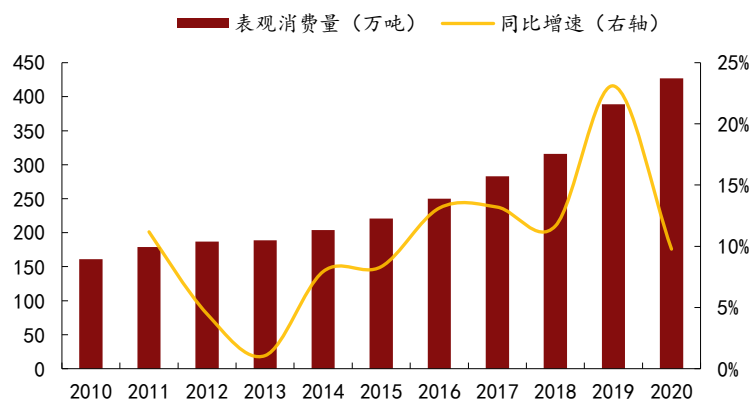
资料来源：公司公告，招商证券；注：主营业务括号内为该业务 2020 年营收占比

## 五、玻纤：需求韧性强，新增产能快速增加

### 1、国内需求刚性支撑，进口增速亮眼

玻纤顺周期性特点明显，全球经济复苏拉动玻纤市场增长。玻纤需求增速向来与 GDP 增长有较为显著关系，2021 年随着疫情防控取得阶段性进展，工业和经济可见复苏。世界银行最新报告，2021 年全球 GDP 预计增长 5.6%，根据欧文斯科宁预测，全球玻纤需求增速为 GDP 增速的 1.6 倍，由此测算 2021 年全球玻纤需求量将上涨 8.96%。中国作为全世界最大的玻纤生产国、出口国，需求空间将持续加大。

图 75：中国玻纤表观消费量保持增长



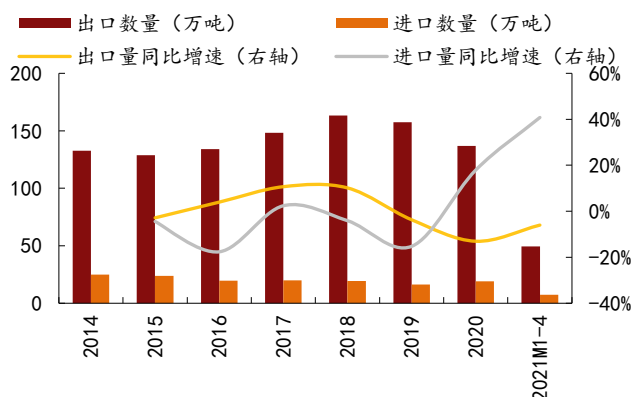
资料来源：中国玻纤复合协会，Wind，招商证券

下游产业复苏，玻纤需求增长。2020 年玻纤国内表观消费量 427 万吨，同比增长 9.77%，相较于 2019 年增速回落 13.33%。得益于下游需求大面积复苏，建筑产业稳定发展、新能源汽车和风电的持续发展拉动玻纤需求量的提升。

需求提升引导玻纤进口量大幅增长，产能释放出口量增速或转正。我国玻纤出口量远超进口量，2018 年以前贸易顺差不断扩大，2019 年起受疫情影响，出口量呈现负增长，而进口量及进口金额增速加快。2020 年国外疫情反复爆发，而国内随着疫情防控水平

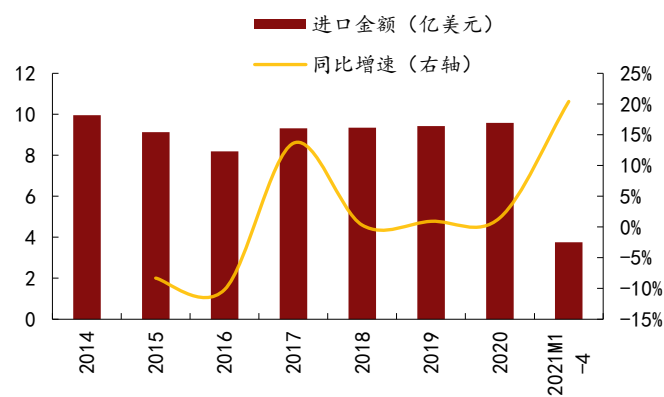
提高,下半年玻纤下游产业迅速恢复,玻纤需求旺盛,而产能产量提升有限,玻纤出口量大幅下滑 13.04%,反观进口量增长 17.94%,回到 19.2 万吨的水平。2021M1-4 玻纤出口量同比下跌 6.01%,相较 2020 年跌幅收窄,2019-2021 年同期复合增速为-3.18%,2021 年在国内玻纤冷修产线点火复产和新增产线支持下产能将逐渐集中释放,国外疫情防控水平增强前提下经济复苏趋势显现,玻纤出口量负增长趋势被削弱,有望在下半年实现正增长。

图 76: 出口下降趋势收缩, 出口增速高涨



资料来源: 海关总署, Wind, 招商证券

图 77: 进口金额同比增速快速上涨



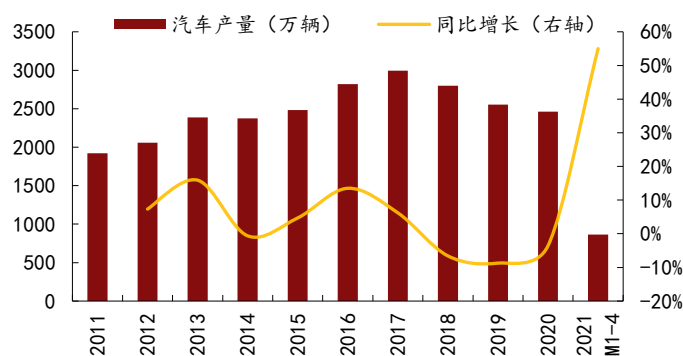
资料来源: 海关总署, Wind, 招商证券

玻纤产业主要依靠下游建筑建材、交通、工业和风电支撑,根据欧文斯科宁数据,其下游各领域的玻纤需求占比分别为 35%/26%/13%/11%,玻纤需求长期受到建筑、汽车轻量化、风电、电子等领域结构性产能升级影响。随着疫情防控进一步增强、国内经济复苏、各行业复产复工、环保严规加持、5G 化发展加速,玻纤行业发展景气可观。

**(1) 建筑: 国家基建工程稳定发展势头, 携玻纤稳中求进。**玻纤在建筑领域被广泛应用于保温、防水、增强混凝土、复合材料墙体、卫浴、顶棚等。2021 年 1-5 月,我国房地产新开工面积同比增长 6.9%,广义基建投资同比增长 10.36%。随着国内建筑工程、基建工程的稳步开展,截至 3 月末,玻纤库存降至 19.77 万吨,处于历史低位。建筑行业稳步发展有望引领玻纤 2021 年稳中求进。

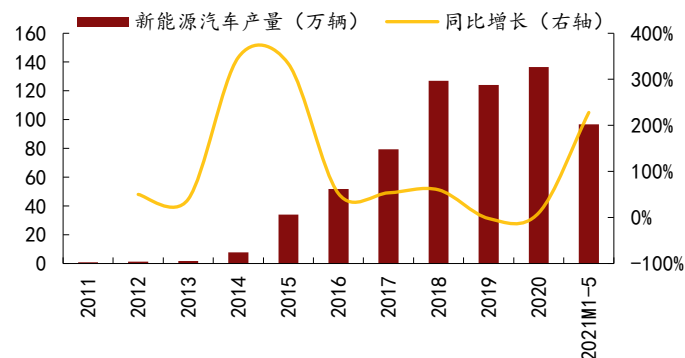
**(2) 汽车: 市场复苏已现, 可观市场预期指明长期需求拉动。**2020Q2 起全国汽车产量跌幅不断收窄,相较 2019 年汽车产量跌幅 9%,2020 年产量下降仅为 4%。2021 年汽车产量迅速回升,增速加快,2021M1-4 汽车累计产量同比增长 55%,和 19 年相比复合增长 2%,中国汽车市场开始全面复苏。在国家环保政策的号召之下,汽车轻量化成为市场未来一段时间内的发展方向,玻纤作为车身部分金属和塑料的替代原材料,兼有轻质和高强的特点,但改性塑料在我国整车配件中的占比和欧美国家相差 8%,在汽车制造领域玻纤市场潜力巨大。

图 78: 2021M1-4 汽车产量同比增速大幅提升



资料来源: Wind, 招商证券

图 79: 2021M1-5 新能源汽车产量显著提升

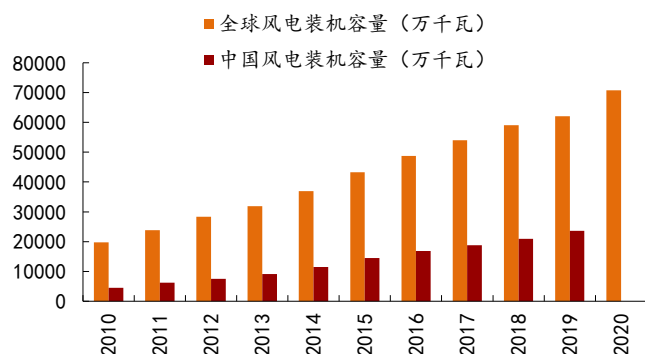


资料来源: Wind, 招商证券

新能源汽车“政策市”被市场驱动所取代，新能源车渗透迅速。乘联会数据显示，2021 年 1-5 月，我国新能源乘用车批发 85.7 万辆，同比增长 253.3%；新能源车零售 77.6 万辆，同比增长 235.7%；并且 5 月新能源车国内零售渗透率达 11.4%，1-5 月渗透率达 9.4%，较 2020 年 5.8% 的渗透率提升明显。2021 年新能源汽车市场渗透率增长的趋势有望进一步推动玻纤材料在汽车构件市场中的应用。

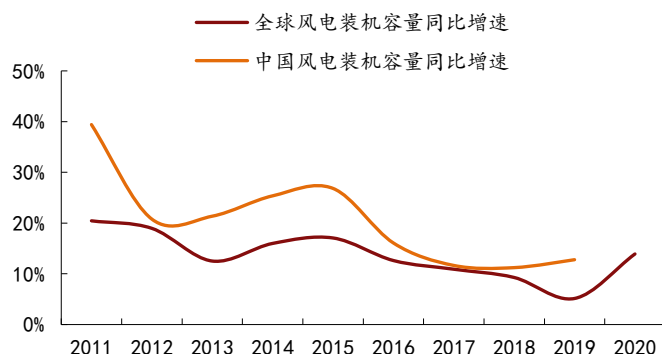
(3) 风电叶片：“十四五”引导环保能源发展，风电产业大有可为。国家能源局 2021 年 5 月发布通知称，基于碳达峰、碳中和的前进方向，国家风电太阳能发电总装机容量在 2021 年要占全社会用电比重达 11% 左右，非化石能源占一次能源消费比重在 2025 年达到 25% 左右。2019 年中国风电装机容量为 236GW，保守估计 2020 年可达 277GW，增速达 17.37%。据 GWEC 预测，2025 年中国新增风电装机容量将达 25GW，未来 5 年新增容量总和或达 167GW。根据 1MW 风电约使用玻纤 7-8 吨测算，未来玻纤需求增量约为 117-134 万吨，在国家环保能源政策加持下，未来风电行业景气度有望维持。

图 80: 2010-2020 年全国及全球风电机装机容量稳增



资料来源: Wind, 招商证券

图 81: 近 10 年全国风电装机容量增速高于全球



资料来源: Wind, 招商证券

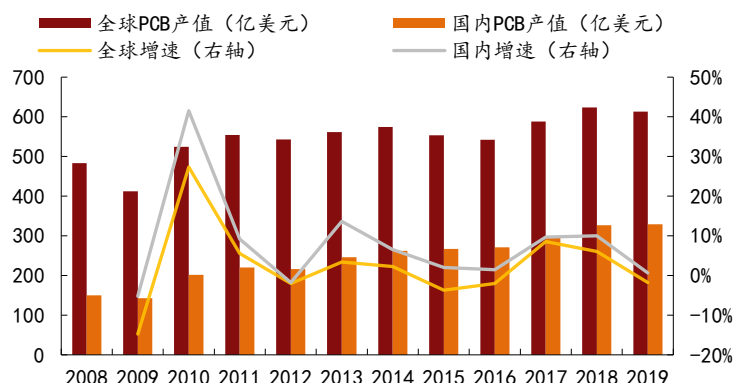
(4) 电子: PCB 下游产业复苏，行业预期销售向好。覆铜板作为 PCB 的核心材料，电子纱占据其成本的 25%-40%。2020 年疫情对 PCB 产业造成冲击，7 月以后由于下游产业的复苏，市场需求或将增加。根据 Prismark 数据，2016-2021 年，中国 PCB 产业以及各细分产品产值增速均高于全球平均水平，PCB 本身下游广泛，新基建 5G 基站的建设规划将在中长期内推动 PCB 产业景气增长。Prismark 在 5 月上调了 2021 年 PCB 行业的销售预期，将 8.6% 的年度预期增速调整至 14.0%，或因 2020 年被抑制的消费者需求于 2021 年延后释放，PCB 产业在未来有望景气增长。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图 82: 国内 PCB 产值增速高于全球

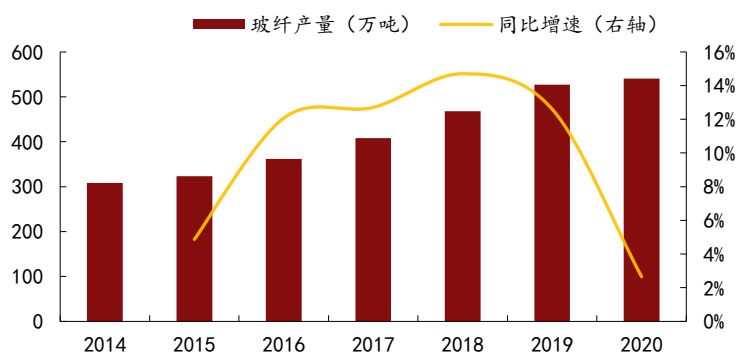


资料来源: Wind, 招商证券

## 2、供给边际放缓，需求旺盛推涨价格

**2020 年产量增速回落，2021 年新增产能达 44 万吨。**2020 年实现玻纤产量 541 万吨，同比增速 2.7%，出现明显回落。2019 年开始的产能调控手段导致进入停产、冷修产能达 40 亿吨，产量增速受影响较明显，产能不足、库存低位使得玻纤价格走向，2020M1-11 产能净增达 38 万吨，受益于需求端的巨大空缺，新增年产能被很好地消纳并且出现量价齐升的局面。2021H1 年净增产能为 44 万吨，部分仍处于烤窑过程，后续将逐渐平衡供需，有望显著提高 2021 年玻纤产量，实现收益扩大。

图 83: 2020 年玻纤产量同比增长 2.66%



资料来源: 卓创资讯, 招商证券

表 21: 2020-2021H1 全国玻纤产线动态

大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能	品种	备注
<b>21 年新增生产线</b>							
西南	成都	中国巨石	桐乡	智能二线	6	电子纱	2021 年 3 月 16 日已点火
西南	成都	中国巨石	桐乡	智能三线	15	无碱粗砂	2021 年 5 月 16 日已点火
华北	河北	邢台金牛	邢台	新建 3 线	10		2021 年 3 月 18 日已点火
<b>21 年复产生产线</b>							
华东	江苏	欧文斯科宁	余杭		8	无碱粗砂	2021 年 1 月 7 日点火复产
华北	河北	邢台金牛	邢台		4		2021 年 3 月 17 日点火复产
西南	重庆	重庆国际	长寿	F08 线	12	热塑玻纤纱	2021 年 4 月 7 日点火复产
华东	江苏	江苏九鼎	江苏		1		2021 年 3 月中旬点火复产
西南	西川	内江华原		6 线	5	各类粗砂	2021 年 5 月 1 日点火复产

敬请阅读末页的重要说明

Page 38

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

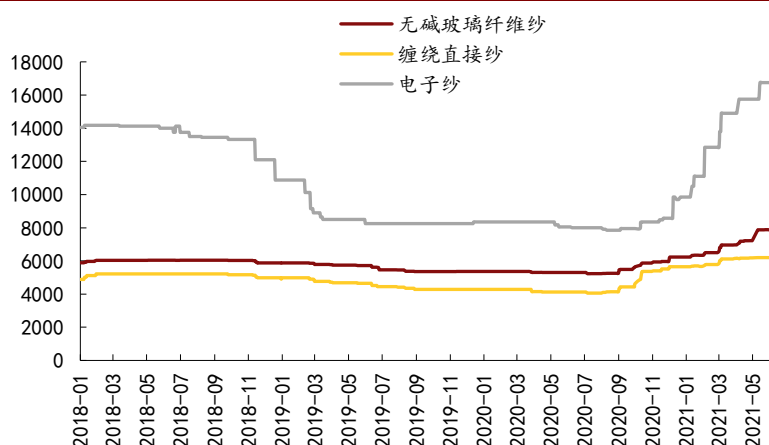


大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能	品种	备注
21 年关停、冷修生产线							
华东	江苏	欧文斯科宁	余杭		8	无碱粗砂	2021 年 1 月 7 日点火复产
华北	河北	邢台金牛	邢台		4		2020 年 12 月 1 日放水冷修
西南	西川	内江华原		6 线	5	各类粗砂	2021 年 3 月 1 日放水冷修
西南	成都	中国巨石	埃及	基地一线	8		2021 年 3 月 24 日冷修技改
20 年新增生产线							
华东	山东	泰山玻纤	满庄	新建 7 线	10	无碱粗砂	2020 年 5 月 10 日已点火
华东	山东	泰山玻纤	满庄	新建 8 线	4	耐碱纱	2020 年 7 月已点火
华东	浙江	中国巨石	桐乡	智能二线	15	无碱粗砂	2020 年 6 月 9 日点火
西南	成都	中国巨石	桐乡	智能一线	13	无碱粗砂	2020 年 7 月 23 日已点火
西南	成都	中国巨石	成都	新建二线	12	无碱粗砂	2020 年 9 月 20 日已点火
20 年复产生生产线							
华东	山东	泰山玻纤	沂源	格赛博 1 线	8	耐碱纱	2020 年 5 月 28 日点火复产
20 年关停、热修生产线							
西南	成都	中国巨石	成都	101 线	6	耐碱纱	2020 年 2 月 2 日放水停产
西南	成都	中国巨石	成都	102 线	8	无碱粗砂	2020 年 2 月 2 日放水停产
华东	余杭	欧文斯科宁	余杭	余杭 1 线	9		2020 年 1 月底热修
华东	泰安	泰山玻纤	泰安	老厂 1 线	1	无碱粗砂	2020 年 8 月 31 日关停

资料来源：卓创资讯，招商证券；注：截至 2021M6

**需求旺盛持续推涨玻纤价格。**工业产业升级以及国家能源政策推动造就玻纤下游市场需求量持续升高，2020 年疫情压制的市场需求在复工复产后集中爆发，且持续时间长，从 2020Q3 以来持续走高，2021M6 无碱玻璃纤维纱/缠绕直接纱/电子纱价格同比上涨达 51%/50%/109%，均价达到 8000 元/吨、6200 元/吨和 16750 元/吨。玻纤产业部分新建及冷修复产线尚未点火或处于烧窑阶段，产能与需求端尚不匹配前提下，电子产业的迅速复苏和发展使得电子纱价格快速推涨，而无碱玻璃纱和缠绕直接纱均升至历史最高值。

图 84：玻纤价格创三年新高（元/重量箱）



资料来源：卓创资讯，招商证券

## 六、投资建议

### 1、亚士创能：优质涂料龙头重回成长轨迹

**行业层面：**当前工程建筑涂料行业集中度较低，但梯队逐渐分化，头部企业以立邦、三

棵树、亚士创能鼎立，并和腰部企业差距渐远。由于垫资模式，外资品牌逐渐退出，国产龙头市占率快速提升。**公司层面：**2020 年和 21Q1 营收高增，功能型建筑涂料、保温装饰一体化材料、保温材料三大主业产销两旺，新业务方面，内墙涂料新零售模式或将助力公司快速打开 C 端市场，防水业务稳步推进，滁州防水子公司实现盈利。随着各品类产品自有产能释放，规模效应有望加强，后期现金流质量有望改善。公司目前仍在快速成长阶段。我们预计 2021-2022 年 EPS 为 2.64、4.59 元，对应 PE 分别为 22.19 倍、12.77 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

## 2、科顺股份：防水行业第二龙头，强化业绩韧性护航发展

**行业层面：**防水行业属于典型的大市场小公司行业，地产集中度不断提升，集采助力 B 端业务发展，龙头通过产能扩张仍有长足成长空间。**公司层面：**公司为防水第二龙头，受益于行业集中提速+地产/基建防水支撑，业绩维持稳健增长。公司拥有品牌、渠道、产能优势，B 端首选率领先，并提早布局 C 端市场，直销+经销双驱动，产能布局全国化。同时提高成本管控能力，通过建立原材料仓储生产线和集采降低生产成本，毛利率有望进一步提升。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 为 1.76、2.13 元，对应 PE 为 18.89 倍、15.64 倍，给予“强烈推荐-A”评级。

## 3、东方雨虹：优质防水龙头，大变革迎来大机遇

**行业层面：**防水行业属于典型的大市场小公司行业，东方雨虹作为市场第一品牌，市占率约 10%左右；当前，地产集中度不断提升，优质产品供不应求、强者恒强局面有望进一步凸显。**公司层面：**公司作为防水市场绝对龙头，全国性的产能布局初步完成，全国战略版图构建完成；此外，公司推进涂料、砂浆、保温材料等全产业链业务，80 亿定增扩产加强产品横向一体化，有望开启新一轮增长。公司推行全面合伙人制度，实现公司和合伙人双赢，增加公司核心竞争力。

## 4、伟星新材：敦行致远，同心圆战略推动成长

**行业层面：**环保要求提升，龙头全国化产能和渠道布局下，规模优势凸显，塑料管材整体行业集中度持续提升。毛坯房+二手房+自有住宅翻新保障 C 端需求。海绵城市/地下综合管廊建设/美丽乡村等政策保障 B 端需求。**公司层面：**公司为塑料管道零售龙头，受益于零售复苏业绩改善。产品方面，同心圆战略如期推行，以市占率达 8%的 PPR 管为圆心推动 PVC、PE 管配套率提升，以塑料管道为圆心促进防水、净水新业务的协同发展。服务和渠道方面，星管家的“产品+服务”模式结合扁平化经销渠道结构保障公司毛利率优于同行，现金流质量优异。我们预计 2021-2022 年 EPS 为 0.85、0.95 元，对应 PE 分别为 24.89 倍、22.35 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

## 5、蒙娜丽莎：陶瓷薄板推行先锋，产能扩张加速成长

**行业层面：**目前瓷砖行业龙头纷纷扩产以提升市场份额，地产精装修和集采趋势、煤改气政策共同推动行业集中度提升。**公司层面：**公司为瓷砖行业龙头，创新岩板引领行业产品革新，C 端品牌知名度较高。18 年起公司 B 端收入占比持续提升，经销渠道+地产战略并行有助于保障现金流质量并快速消化新增产能。21Q1 完成收购江西高安子公司 70%股权，高安基地覆盖华东市场，有利于加速市场渗透。通过并购和自建扩张自有产能，为公司提供长期

成长动力，市占率有望持续提升。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.86 元、2.42 元，对应 PE 为 17.42 倍、13.39 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

## 6、北新建材：一体两翼发展，石膏板巨头开拓新赛道

**行业层面：**受政策对环保绿色建筑催化和消费者对家装要求提高的影响，我国石膏板单平和人均消费量呈现显著上升的趋势。我国石膏板行业集中度较高，随着供给侧改革持续推进+龙头优势巩固，集中度将进一步提升。**公司层面：**公司依托原有石膏板业务技术优势和品牌优势，注重技术开发，大力发展龙骨业务，进军防水和涂料行业，同时紧抓“一带一路”机遇，开启全球化布局。原料 100%脱硫石膏+自建护面纸产线构筑成本优势。供给侧改革推动产品价量齐升，公司逐渐走出诉讼阴霾，经营绩效持续优质发展。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.95 元、2.25 元，对应 PE 为 21.20 倍、18.43 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

## 7、雄塑科技：深耕华南进军华中，产能释放打开成长路径

**行业层面：**目前管材行业集中度较低，但受环保及精装修趋势影响，集中度将会持续提升。海绵城市、美丽乡村、煤改气、旧改政策等提振市政用管需求，精装修政策推进房地产高端优质管材集采需求增长。随着零售市场复苏，房屋翻新拉动 C 端需求。**公司层面：**公司深耕华南区域，上市后主动向华中及华北区域进军，目前产能具有 35.4 万吨，另外有 15 万吨产能在未来两年释放。河南与江西所辐射的华中与华北区域，基建投资力度较大，人均管道距离偏低。华中区域市场格局没有完全清晰，异地扩产有利于公司快速抢占市场。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 0.93、1.24 元，对应 PE 分别为 12.17 倍、9.13 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

## 七、风险提示

- 1) 地产和基建投资增速下滑：**建材需求和基建投资、地产竣工具有较强相关性，若地方财政压力增加致使基建投资下行，或紧缩的地产调控政策过度抑制地产投资增速，对建材需求有不利影响；
- 2) 销量、价格不及预期：**针对基建政策回暖的预期，若资金配套无法跟进，新开工项目开工进度不及预期恐影响下游需求；此外，供给端的收缩力度放缓下，需求端的下行恐削弱价格上涨预期；
- 3) 原材料和燃料价格大幅上涨：**建材上游原材料主要是煤炭、石油、天然气等能源成本，能源价格的波动对行业盈利产生一定影响；
- 4) 应收账款回收不及时：**建材企业面对下游大地产和市政客户，追款能力相对较弱，垫资情况较为严重，若应收账款回收不及时或坏账风险加大，对建材企业现金流将产生不利影响；
- 5) 产能扩张和品类拓展进度不及预期：**消费建材行业当前仍处在快速发展阶段，企业产能扩张和品类拓展趋势显著，若产能建设进度滞缓或新业务推进不及预期，将会减缓企业发展速度。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

**于泽群：**华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>