

建筑材料

风物长宜放眼量——2021年中期策略

2020年初至5月31日，SW建筑材料行业涨幅8.35%，同期上证综指涨幅3.49%，沪深300涨幅2.69%。消费建材方面，受年后市场风格影响，开盘以来抱团龙头大幅回调，此后低估值的二线标的有超预期的阶段性表现；周期建材方面，短期低库存背景下旺季景气较高，玻璃板块表现较为超预期。

展望后市：基数效应下，下半年经济增速回落，而疫情反复带来的供给缺口推动通货膨胀上升，紧缩预期挥之不去。随着疫苗接种铺开和供给恢复，全球供需缺口或缩小，进入补库存阶段，通货膨胀压力下的紧缩预期有望缓解。经济需求仍然强劲，美国地产景气仍处向上的大周期。中国货币政策坚持稳字当头，整体经济环境较为温和稳定。基建温和复苏，地产端仍具韧性，竣工有望持续修复，二手房交易贡献弹性。

投资策略——风物长宜放眼量

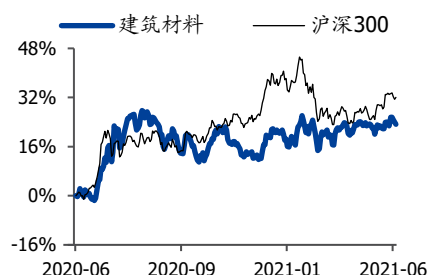
消费建材方面，大B工程市场集中趋势仍然延续，仍旧分散的工程小b市场提供了更长远的份额提升来源。2020H2以来二手房市场交易活跃，加之竣工边际修复，C端零售景气持续回升。1) 推荐具备成长性的工程建材龙头，尤其是已经建立了下沉市场的小B客户开发和多品类销售体系的公司，核心推荐**坚朗五金、东方雨虹**；2) 零售C端景气向上，推荐具备优秀的C端渠道布局，盈利稳定、现金流优异的C端龙头，重点推荐**东鹏控股、伟星新材**；3) 地产集中度提升趋势仍将持续，战略集采+全装修推进之下工程端放量势头仍将延续，具备渠道优势和杠杆能力的细分龙头仍将持续受益。推荐估值和增长较为匹配的**推荐科顺股份、凯伦股份、蒙娜丽莎、帝欧家居、垒知集团、雄塑科技**。

周期建材方面，1) **玻璃：**看好高景气的韧性有望超预期，有望复制水泥行业2018年以后的盈利曲线。中长期环保将重塑行业成本曲线，资源是长期超额利润主要来源，大型企业、优质产能受益。同时龙头企业产业链扩张颇具看点，提升长期增长中枢，重点推荐**旗滨集团**，关注**金晶科技、南玻A**。2) **玻纤：**基于短期景气上行与中长期行业趋势，我们看好具备板块中具备核心竞争力的头部企业：**中国巨石、中材科技、长海股份**等，建议关注受益外需复苏，成长性良好的细分产业链龙头**再升科技、赛特新材**等。3) **水泥：**低库存背景下，基于后续地产赶工带来的需求超预期可能以及供给端的约束，下半年旺季景气有望超预期。中期来看，虽然行业需求缺乏弹性，但行业产能利用率仍然高位运行，碳中和背景下供给侧或持续超预期，行业估值已处历史中枢下方，看好板块估值修复潜力，重点推荐**华新水泥、冀东水泥、上峰水泥、海螺水泥、祁连山、天山股份**等。

风险提示：下游需求波动风险、竞争风险、原材料大幅波动风险、应收账款风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号：S0680519080001

邮箱：shifengyuan@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

相关研究

1、《建筑材料：有质量的成长能力仍是最重要的品质》

2020-12-24

2、《建筑材料：掘金小B工程市场，渠道深化迎变革》

2020-07-08

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002791	坚朗五金	买入	2.54	3.74	5.35	7.24	72.91	49.52	34.62	25.58
002271	东方雨虹	买入	1.34	1.69	2.12	2.66	46.35	36.75	29.30	23.35
002372	伟星新材	增持	0.75	0.85	0.98	1.10	31.43	27.73	24.05	21.43
003012	东鹏控股	买入	0.73	0.96	1.21	1.49	29.20	19.22	15.25	12.38
002798	帝欧家居	买入	1.46	2.04	2.61	3.20	11.73	8.40	6.56	5.35
002398	垒知集团	增持	0.54	0.65	0.82	1.03	13.33	11.08	8.78	6.99
002918	蒙娜丽莎	买入	1.40	1.85	2.38	3.04	22.82	17.27	13.42	10.51
300715	凯伦股份	买入	1.64	1.39	2.02	2.82	16.86	19.89	13.69	9.80
300737	科顺股份	买入	1.48	1.81	2.36	3.05	24.49	20.03	15.36	11.89
300599	雄塑科技	买入	0.70	0.77	0.98	1.22	16.34	14.86	11.67	9.38
601636	旗滨集团	增持	0.69	0.68	1.24	1.36	25.06	25.43	13.94	12.71
600586	金晶科技*	-	0.23	0.65	0.85	1.07	30.61	10.83	8.28	6.58
000012	南玻 A*	-	0.25	0.61	0.72	0.80	40.16	16.46	13.94	12.55
600176	中国巨石*	-	0.69	1.14	1.30	1.45	24.17	14.63	12.83	11.50
603601	再升科技*	-	0.50	0.57	0.72	0.88	23.66	20.75	16.43	13.44
002080	中材科技*	-	1.22	1.64	1.94	2.21	18.78	13.97	11.81	10.37
300196	长海股份	-	0.66	1.17	1.46	1.79	26.92	15.19	12.17	9.93
688398	赛特新材	-	1.22	1.40	1.80	2.33	33.36	29.07	22.61	17.47
600585	海螺水泥*	-	6.63	6.95	7.20	7.36	7.35	7.01	6.77	6.62
600801	华新水泥	增持	2.69	3.55	4.02	4.30	7.87	5.96	5.26	4.92
000401	冀东水泥	买入	1.96	4.29	4.69	5.05	7.15	3.27	2.99	2.78
000672	上峰水泥	增持	2.54	3.08	3.48	3.78	7.90	6.51	5.76	5.31
600720	祁连山	增持	1.85	2.29	2.48	2.69	6.74	5.45	5.03	4.64
000877	天山股份*	-	1.45	1.85	2.04	2.18	10.44	8.18	7.42	6.94

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（*使用 Wind 一致预期）

内容目录

2021年上半年行情回顾.....	7
1、“紧信用、稳货币”组合持续，输入型通胀风险可控，总需求具有韧性.....	8
1.1、国内经济：“紧信用、稳货币”组合持续.....	8
1.1.1、一季度经济运行总体平稳，信用压缩逐步显现.....	8
1.1.2、大宗及PPI阶段性上行，货币政策坚持稳字当头.....	8
1.2、基建温和复苏、地产仍具韧性、消费有望持续性恢复.....	9
1.2.1、1-4月地方债投资节奏放缓，预计全年基建投资温和增长.....	9
1.2.2、二手房交易景气持续，看好全年新房竣工修复弹性.....	10
1.3、海外经济：海外通胀超预期，地产仍维持高度景气.....	11
2、装修建材：零售景气向上，小B值得期待，格局持续优化.....	12
2.1、零售端景气持续修复，工程端成本或阶段性承压.....	13
2.2、份额持续向头部企业集中，行业标准提升驱动格局优化.....	14
2.3、工程大B渠道竞争逐步加剧，工程小B大有可为，零售C端复苏持续.....	15
2.3.1、20年精装修渗透情况阶段性回落，21年精装化率回升，龙头继续集中.....	15
2.3.2、竣工有望复苏，零售C端景气持续修复.....	16
2.3.3、龙头发力开拓小B市场，对于经销商的管理服务能力成为竞争要素.....	17
2.4、品类扩张：多元业务延伸打造第二成长曲线.....	18
2.5、海外对标：需求从增量转存量之下稳定增长，龙头渗透空间仍大.....	19
2.6、重点公司.....	20
2.6.1、坚朗五金：品类集成全面发展，优势和效率持续提升.....	20
2.6.2、东方雨虹：品类扩张成效渐显，经营质量不断优化.....	21
2.6.3、伟星新材：零售回暖、工程开拓，同心圆拓展效果渐显.....	21
2.6.4、东鹏控股：产能扩张，渠道为王，零售及小B工程持续发力.....	22
3、玻璃：看好长期盈利中枢提升与产业链扩张机会.....	23
3.1、供给步入存量时代，看好中长期盈利中枢提升.....	23
3.1.1、当前厂库和社库整体处低位.....	23
3.1.2、中期供给增量压力小，下半年极低库存状况或再现，价格有望再超预期.....	24
3.1.3、供给侧进入新阶段，有望复制水泥行业2018年以后的盈利曲线.....	27
3.2、重点公司.....	29
3.2.1、旗滨集团：全国原片龙头，光伏、药用玻璃拓展亮点十足.....	29
4、玻纤：受益外需弹性，享受高景气周期.....	31
4.1、持续受益外需改善，玻纤需求高景气有望延续.....	31
4.1.1、全球经济有望延续较强复苏态势.....	31
4.1.2、地产建筑家居链条是外需的结构性亮点.....	33
4.1.3、PCB产业链量价齐升，电子纱（布）需求有望延续强劲.....	36
4.1.4、汽车需求恢复性增长，风电中长期需求也有较大潜力.....	37
4.2、中期产能投放加速，但更为优化的格局下，景气韧性有望好于上一轮.....	40
4.3、强者恒强是长期趋势，关注龙头扩品类和延伸产业链的能力.....	43
4.4、重点公司.....	44
4.4.1、中国巨石：成本领先+结构升级，海外扩张强化全球竞争力.....	44
4.4.2、中材科技：玻纤成本持续迭代，锂膜主业有望继续改善.....	44

4.4.3、再升科技：“干净空气”领军者，开启高增长期	45
5、水泥：中期景气具备韧性，估值修复潜力可观	47
5.1、供给端：整体格局未变，碳达峰下供给约束进一步趋严	48
5.1.1、供给端：中期新增产能冲击有限	48
5.1.2、错峰生产力度延续，碳中和政策背景下产能发挥限制或将趋严	48
5.2、中期供需边际变化不大，景气高位震荡	49
5.3、重点公司	51
5.3.1、华新水泥：核心市场景气有韧性，外延扩张亮点显现	51
5.3.2、冀东水泥：北方水泥龙头，受益中长期区域景气上行	52
5.3.3、海螺水泥：长期价值仍被低估	53
风险提示	54

图表目录

图表 1：建材（SW）行业市场表现（截至 5 月 31 日）	7
图表 2：建筑材料行业子板块年初至今（截至 5 月 31 日）涨跌幅（%）	7
图表 3：国内生产总值（GDP）现价和不变价当季同比（%）	8
图表 4：新增社会融资规模和结构（亿元）	8
图表 5：M1 和 M2 同比增速（%）	9
图表 6：PPI 和 CPI 的剪刀差进一步扩大（%）	9
图表 7：固定资产投资完成额累计同比（%）	10
图表 8：2020 年以来地方债发行规模（亿元）	10
图表 9：商品房销售面积及增速（万平、%）	10
图表 10：全国十大城市二手房交易量（%）	10
图表 11：房屋施工面积及增速情况	11
图表 12：新开工面积和竣工面积增速情况（%）	11
图表 13：美国成屋销售和新房销售情况	11
图表 14：美国不动产按揭贷款增速（%）	11
图表 15：美国成屋库存情况（万套）	12
图表 16：美国地产新开工情况（千套）	12
图表 17：消费建材重点公司盈利预测及估值情况	13
图表 18：以经销为主的公司收入季度增速变化	13
图表 19：以工程直销为主的公司收入季度增速变化	13
图表 20：沥青价格周度数据跟踪（元/吨）	14
图表 21：PVC 均价周度数据跟踪（元/吨）	14
图表 22：《住宅项目规范（征求意见稿）》对各类别项目作了设计工作年限要求	14
图表 23：防水行业提标相关国家性和地方政策	15
图表 24：下游地产企业集中度情况（%）	15
图表 25：精装修渗透率变动情况	15
图表 26：2020 年中国精装修商品住宅各趋于规模及变化	16
图表 27：2020 年中国精装商品住宅城市能级规模变化	16
图表 28：建筑及装饰材料零售额累计值及增速	16
图表 29：家具类零售额累计值及增速	16
图表 30：建筑装饰行业产值构成结构及对应需求采购主体	17
图表 31：2019 年我国存量酒店城市结构分布（万家）	17
图表 32：消费建材上市公司多元化业务战略	19

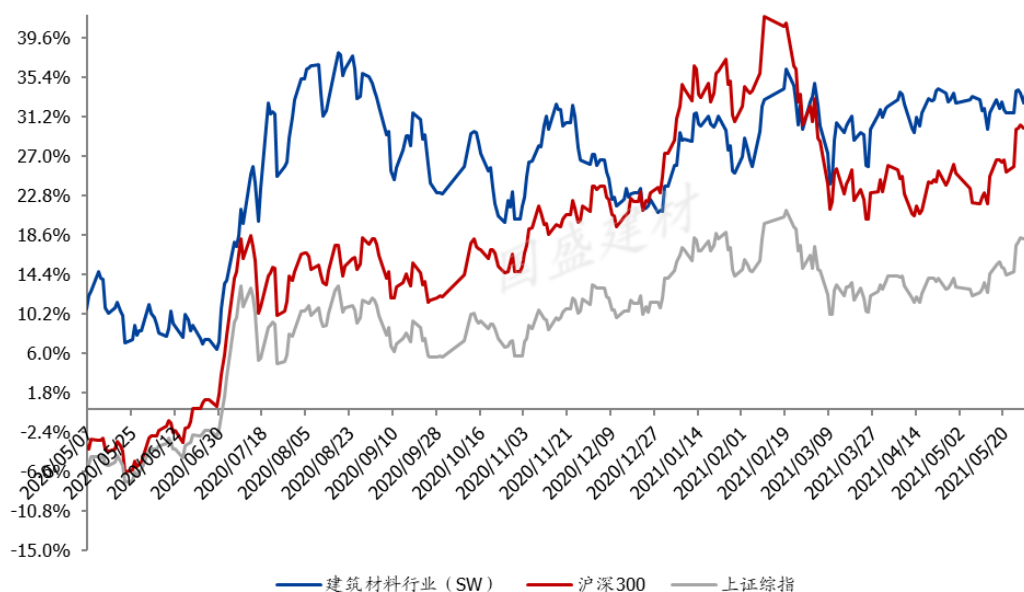
图表 33: 中国城镇住房房龄结构 (2015 年)	19
图表 34: 2019 年美国房屋年龄分布情况	19
图表 35: 美国地面装饰材料市场规模及同比增速	20
图表 36: 美国建筑涂料产量及同比增速	20
图表 37: 2019 年美国地面装饰材料市场占有率情况	20
图表 38: 美国建筑涂料市场占有率测算	20
图表 39: 全国浮法玻璃原片价格同比大幅上涨	23
图表 40: 卓创统计的 8 省厂商库存较历史同期水平大幅偏低	23
图表 41: 年初以来建筑浮法玻璃原片表观消费量表现明显好于 2019 年同期水平, 尤其是旺季前的下游补库区间 (单位: 万重箱)	24
图表 42: 卓创统计的沙河厂商库存和社会库存去化状态良好, 近期已处于较低的水平	24
图表 43: 地产竣工端自 2020 年 Q3 开始明显修复 (累计增速)	24
图表 44: 全国在产浮法玻璃产线日熔量变动 (白玻+颜色玻璃, 单位: t/d)	25
图表 45: 全国在产浮法玻璃产线日熔量变动 (白玻, 单位: t/d)	25
图表 46: 近期拟点火和冷修生产线统计 (潜在供给增量约 3900t/d)	25
图表 47: 我们测算在上述生产线如期复产的情景下, 下半年厂家库存或将到达极低水平 (行业周度供需平衡表测算)	26
图表 48: 近两年公示置换方案的尚未投产的玻璃生产线	27
图表 49: 玻璃行业盈利中枢有望提升且波动率显著收窄	29
图表 50: 水泥行业 2018 年以来景气高位波动	29
图表 51: 海外主要经济体景气持续上行	32
图表 52: 美欧日经济 Q3 明显复苏 (%)	32
图表 53: 美欧日工业生产指数环比持续修复	32
图表 54: 全国玻纤及制品单月出口量有所恢复	32
图表 55: 美日工业产能利用率尚未完全恢复到疫情前的水平	33
图表 56: 欧洲制造业产能利用率尚未完全恢复到疫情前的水平	33
图表 57: 美国建造支出受住宅拉动自去年以来明显提升 (百万美元)	34
图表 58: 美国地产销售、建造支出指标显著改善	34
图表 59: 美国地产销售仍然处于高位 (单位: 万套)	34
图表 60: 美国私人住宅新开工套数和营建许可套数均处于高位 (单位: 万套)	34
图表 61: 美国住房市场价格指数反映市场仍处高景气	35
图表 62: 美国成屋库存已处于历史低位	35
图表 63: 欧元区营建支出持续回升	35
图表 64: 欧元区营建产出基本上已经恢复到疫情前的水平	35
图表 65: 家电出口维持高位	36
图表 66: 2018 年以来国内覆铜板产能和产量呈现加速增长的态势	36
图表 67: 芯片供应不足和原材料价格上涨背景下整车生产恢复较慢	37
图表 68: 我国新能源车单月产量增长较快	37
图表 69: 2021Q1 风电招标情况 单位: GW	38
图表 70: 2020 年全球海上风电装机占比 单位: MW	38
图表 71: 国内海上风电装机数据 单位: GW	38
图表 72: 全球陆上风电市场分区域展望(2021-2025) 单位: GW	39
图表 73: 全球海上风电市场分区域展望(2021-2025) 单位: GW	39
图表 74: 金风科技风机销售容量占比 单位: MW	39
图表 75: 明阳智能一季度末在手订单结构 单位: GW	39
图表 76: 导致 2021 年玻纤行业产能增加的生产线变动	40
图表 77: 导致 2021 年玻纤行业有效产能减少的生产线变动	41

图表 78: 2022 年国内有望点火的玻纤生产线	41
图表 79: 国内玻纤行业供需平衡表	42
图表 80: 全国玻纤库存仍然处于低位	42
图表 81: 缠绕纱价格高位震荡	42
图表 82: 无碱 SMC 合股纱价格延续上行的趋势	43
图表 83: 电子纱价格近期显著回升	43
图表 84: 龙头企业现金流优势巨大	43
图表 85: 中国巨石 PB-band	44
图表 86: 中材科技 PB-band	45
图表 87: 再升科技 PE-band	46
图表 88: 全国水泥库存仍处中低水平	47
图表 89: 全国水泥出货情况	47
图表 90: 2020 年分区分熟料产能增加情况及影响测算	48
图表 91: 2021 年全国分区域剔除错峰后水泥供给能力增幅测算	49
图表 92: 2021 年我国熟料产能利用率测算	50
图表 93: 2021 年全国分区域供需关系预测	50
图表 94: 全国水泥价格维持高位	51
图表 95: 长三角水泥价格	51
图表 96: 泛京津冀水泥价格	51
图表 97: 两广水泥价格	51
图表 98: 华新水泥所处区域水泥均价测算 (P.O42.5 到位价格, 元/吨)	52
图表 99: 华新水泥 PB-band	52
图表 100: 冀东水泥所处区域水泥均价测算 (P.O42.5 到位价格, 元/吨)	53
图表 101: 冀东水泥 PB-band	53
图表 102: 海螺水泥 PB-band	53

2021 年上半年行情回顾

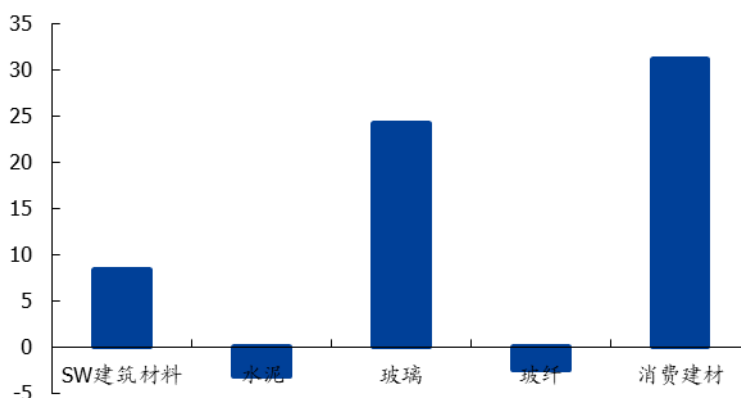
2021 年初至 5 月 31 日，SW 建筑材料行业涨幅 8.35%，同期上证综指涨幅 3.49%，沪深 300 涨幅 2.69%，相对 Wind 全 A 超额收益为 4.38%。分板块来看，消费建材、玻璃板块表现更好，明显跑赢板块指数。个股方面，部分业绩高弹性低估值的二线龙头涨幅较大，金刚玻璃（+171%）、鲁阳节能（+81%）、科顺股份（+73%）、山东玻纤（+63%）。一线龙头方面，仍然具有相对稳定的收益，东方雨虹（+62%）、三棵树（56%）、旗滨集团（+32%）、东鹏控股（+26%）、伟星新材（+25%）、坚朗五金（+25%）。

图表 1：建材（SW）行业市场表现（截至 5 月 31 日）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 2：建筑材料行业子板块年初至今（截至 5 月 31 日）涨跌幅（%）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

分时间阶段板块表现回顾：

- ✓ 节后开盘-3 月末：节后开盘以来抱团龙头大幅回调，周期方面玻璃水泥较超预期。节后开盘以来，前期机构抱团股出现较大幅度的回调，前期涨幅较大的标的都有所

回调。周期方面，春节就地过年政策下，节后复工复产节奏预期，需求复苏加之库存低位，玻璃价格表现较为超预期；水泥板块，节后沿江熟料多轮价格上调，行业低库存和低价背景之下业绩和估值修复预期较强，水泥板块整体有所修复。

- ✓ **4月：进入业绩披露期，二线龙头业绩和估值修复，玻璃景气上行。**消费建材方面，进入到4月以来，此前较为低估的、业绩确定性强的二线龙头随着业绩披露表现出了更高的业绩弹性，估值修复显著。周期方面，下半年旺季刚需以及下游补库拉动下玻璃价格持续攀升，龙头盈利中枢上移，估值和股价均有超预期表现。
- ✓ **5月：进入业绩真空期，震荡调整为主，玻璃景气继续上行。**随着一季报披露结束，行业整体进入业绩真空期，部分标的受行业相关政策的影响而出现一定的扰动。周期方面，玻璃价格上涨具有一定的持续性，短期刚需支撑下价格温和上涨，板块继续上行。

1、“紧信用、稳货币”组合持续，输入型通胀风险可控，总需求具有韧性

1.1、国内经济：“紧信用、稳货币”组合持续

1.1.1、一季度经济运行总体平稳，信用压缩逐步显现

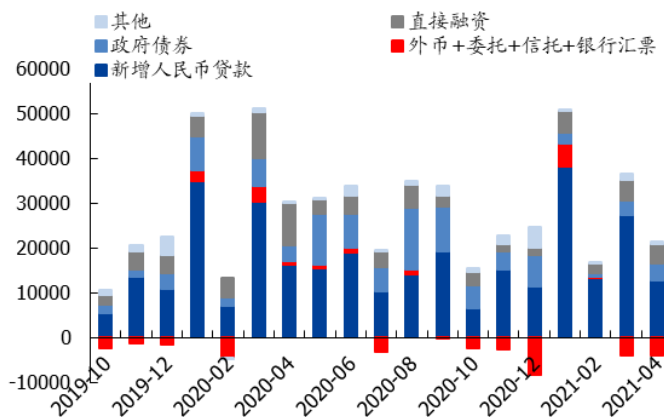
“紧信用、稳货币”组合确认，经济恢复动能见顶回落，一季度经济运行总体平稳。2021年一季度GDP同比增速为18.3%，两年平均增长5%，略低于预期。4月新增社融1.85万亿，较去年同期减少1.25万亿，新增社融超季节性逐渐减弱，表外融资收紧，信用压缩已经逐步显现。

图表3：国内生产总值（GDP）现价和不变价当季同比（%）



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

图表4：新增社会融资规模和结构（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.1.2、大宗及PPI阶段性上行，货币政策坚持稳字当头

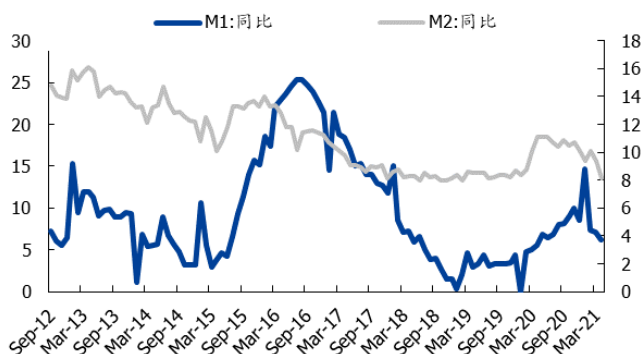
2019年以来中国经济处于过热状态，主要原因是海外供给受限叠加美国MMT带来的过度消费需求。2019年以来主要发达经济体处于收缩区间，美国在MMT理论的主导下，主张财政赤字货币化，实行宽松的货币政策，巨额超发的货币流入市场带来的过度消费需求传导至我国，使我国经济处于一种过热状态。我国一直实行稳健的货币政策，坚持金融服务实体经济的要求，把握逆周期调节力度。

2020年初新冠疫情爆发以来，央行不断降准降息降超储利率，进一步引导实体利率下行，保障市场流动性合理充裕。2020年下半年，我国货币政策走向正常化，2020年7月我国M2增速环比下降0.44%，是M2的拐点。M2增速持续回落，2021年4月M2余额226.2万亿元，同比增长8.1%。虽然我国一直实行正常的稳健的货币政策，牢牢把握好

货币发行的“总闸门”，但由于全球货币政策宽松，我国对冲力度不足，巨额货币流入市场，传导至我国，不可避免的带来资产价格与通胀的持续攀升。

PPI-CPI 的剪刀差继续扩大，大宗品下游企业盈利承压。PPI 快速上行一方面来自于前期低基数，另一方面是由于碳中和政策对高碳排放原材料限产，本轮大宗品的价格上行并未有需求端的大幅刺激。从全球的角度看，全球的需求恢复快于全球生产，以新兴市场为主的原材料生产国疫苗接种比较慢、疫情不断反复，加剧了原材料供需错配。大宗品涨价主要是来自于供需错配而非下游需求扩张，因此在上游原材料价格上涨的同时，相关的下游产业并没有进行提价，导致 PPI-CPI 剪刀差不断扩大，下游企业的盈利被上游成本端压缩。

图表 5: M1 和 M2 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: PPI 和 CPI 的剪刀差进一步扩大 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

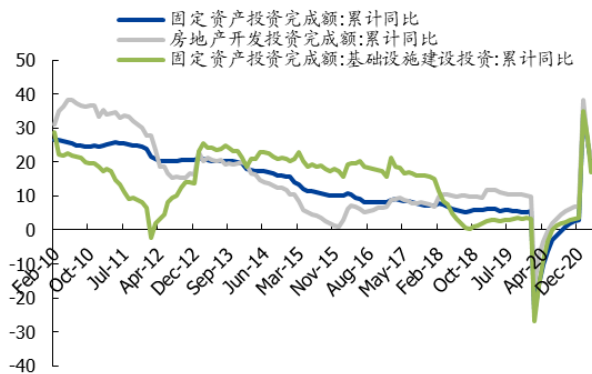
当前大宗商品价格上涨阶段性提升我国 PPI，但输入性通胀的总体风险可控，PPI 向核心 CPI 传导的可能性比较小。对于下一阶段的货币政策，央行坚持稳字当头，继续推动金融向实体经济让利，从供给侧出手，保供稳价，通过政策收紧来抑制需求端的可能性较低，仍然强调货币政策稳字当头。

1.2、基建温和复苏、地产仍具韧性、消费有望持续性恢复

1.2.1、1-4 月地方债投资节奏放缓，预计全年基建投资温和增长

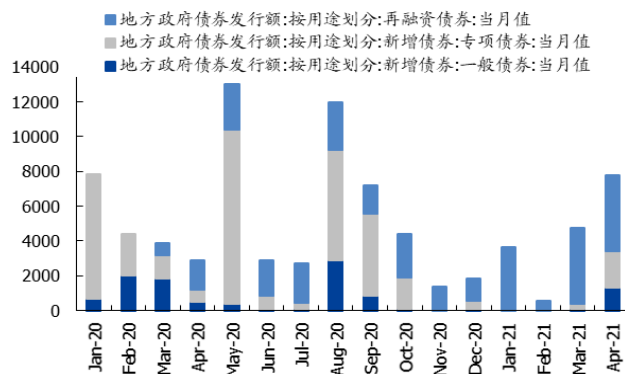
1-4 月地方债发行节奏较为缓慢，累计发行 1.67 万亿，其中，再融资债 1.29 万亿，新增专项债累计发行 264 亿元，主要由于上半年经济稳定运行财政逆周期调节需求下降以及专项债管理加强、地方政府杠杆率控制等导致上半年发行速度明显缓于市场预期。同时，从固定资产投资情况来看，基建整体平稳增长，1-4 月基建投资同比增长 18.4% (较 2019 年同期增长 4.4%)。从后期展望来看，专项债空间仍大，但是考虑到政府对于地方政府隐性债务的控制，预计全年基建温和复苏。

图表 7: 固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2020 年以来地方债发行规模 (亿元)



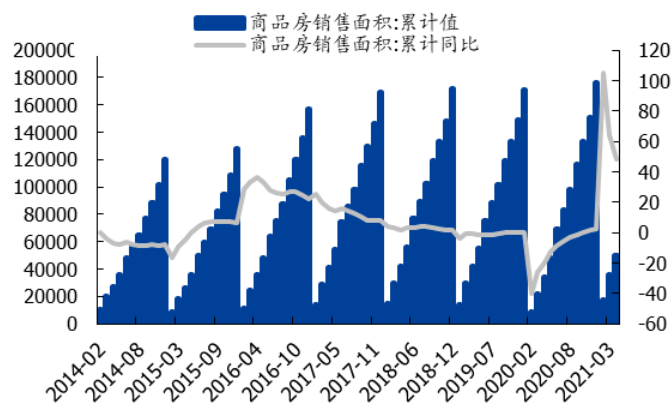
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2.2、二手房交易景气持续，看好全年新房竣工修复弹性

2020 年 1-4 月商品房销售面积累计同比增长 48.1%，涨幅比 3 月末回落 15.7 个百分点，比 2019 年同期增长 19.5%，两年复合增速 9.3%，较 1-3 月两年复合增速回落 0.6 个百分点；单 4 月销售面积 1.43 亿平米，同比增长 19.2%。3 月下旬以来，随着重点城市调控不断加码，楼市热度已触顶回落，一线楼市有所降温，涨幅趋缓。

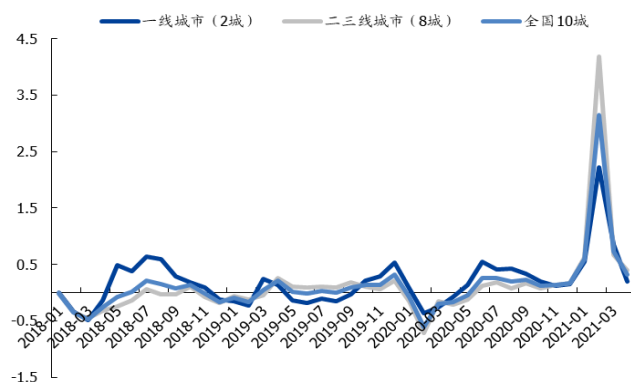
从二手房的交易情况来看，2020H2 以来全国重点城市二手房交易同比持续加速，根据我们选取的全国重点十城的二手房交易情况看，全国 10 城 4 月二手房成交量 8.31 万套，同比增长 32%，比 2019 年同期增长 9.5%，二手房交易景气持续。

图表 9: 商品房销售面积及增速 (万平、%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

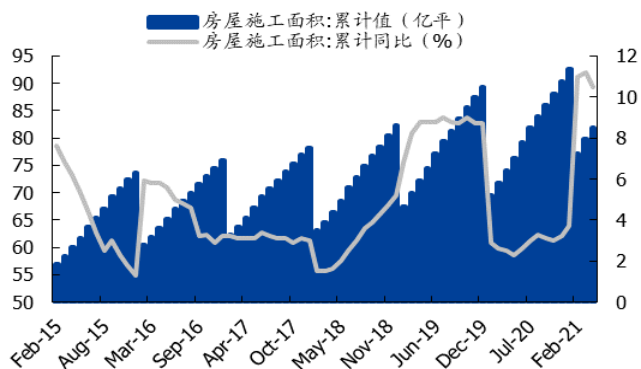
图表 10: 全国十大城市二手房交易量 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 一线城市包括深圳、北京; 二三线城市包括苏州、杭州、南京、厦门、佛山、东莞、青岛、扬州)

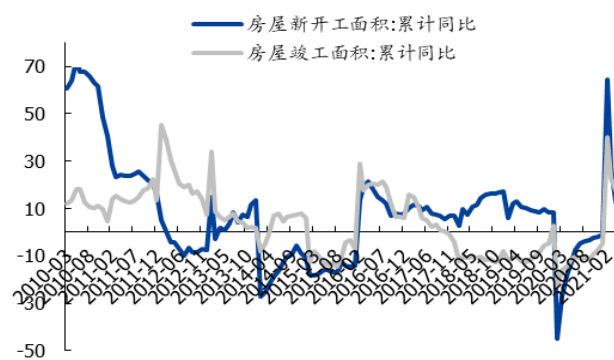
竣工增速环比修复，竣工改善趋势不变。1-4 月累计施工面积 81.9 亿平，同比增长 10.5%。1-4 月累计新开工面积 53905 万方，较 2020 年和 2019 年同期分别增长 13%和降低 7.9%；4 月单月新开工 17742.5 万方，较 2020 年和 2019 年同期分别降低 9.3%和 10.5%。1-4 月全国房屋竣工面积 22736 万方，较 2020 年和 2019 年同期分别增长 17.9%和 0.8%；4 月单月竣工 3614 万方，较 2020 年和 2019 年同期分别降低 3.08%和 11.6%，4 月单月跌幅环比收窄 2.4 个百分点。从销售和竣工的剪刀差看，销售增速继续领先于竣工增速，施工面积也持续快速增长，存在较多未竣工项目，未来竣工持续修复确定性较强。

图表 11: 房屋施工面积及增速情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 新开工面积和竣工面积增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

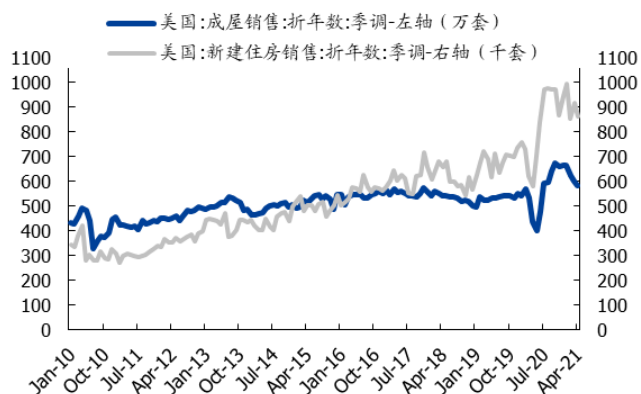
1.3、海外经济：海外通胀超预期，地产仍维持高度景气

4月美国CPI同比从2.6%上升至4.2%，为2008年9月以来的高点，扣除能源与食品的核心CPI同比从1.6%升至3.0%，为1996年1月以来的高点。美国通胀超预期的驱动因素主要有宽松的货币财政政策、大宗商品价格上涨和疫情形势好转。首先，美国政府不断“发钱”提振居民消费需求，美国共进行了三轮财政刺激，拜登第三轮1.9万亿财政刺激已在3-4月集中发放完毕，流动性持续性宽松。在供给尚未完全恢复的情况，不断推升消费品价格，但劳动力供给严重不足，供给端整体偏紧。其次，今年3月以来大宗商品特别是燃料价格的上涨提升通胀率；此外，随着疫情控制，服务业消费逐步提振，进一步推升CPI，超预期的通胀可能会使美联储开始考虑收紧流动性。

5月20日，美联储公布4月FOMC会议纪要，决定维持货币政策不变，直至就业和通胀目标方面取得重大进展。在4月非农数据公布后，美联储面临着就业弱（促使货币政策宽松）+通胀强（促使货币政策收紧）两难格局，相比之下，美联储认为通胀更多的是由短期因素推动，并且更加关注就业恢复情况。因此，美联储很可能对通胀保持较高的容忍度，预计年内开始缩减QE的概率较低。

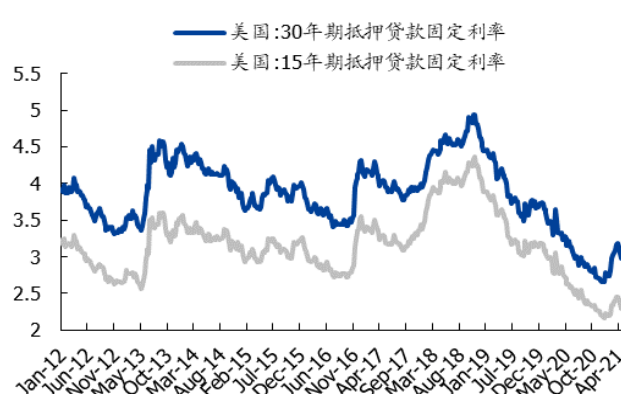
地产方面，2021年4月美国地产销售环比走弱，供需格局紧张有所缓解。4月新建住房销售折年数达到86.3万套，同比增长48.3%，环比下降5.9%；成屋销售折年数585万套，同比增长34%，环比下降2.7%。

图表 13: 美国成屋销售和新房销售情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 美国不动产按揭贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

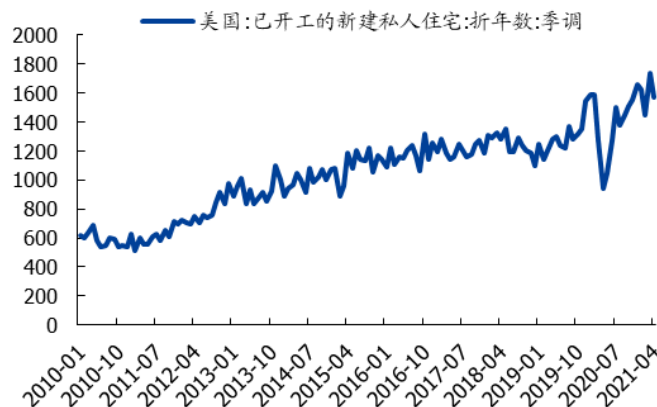
尽管地产销售数据环比走弱，但抵押贷款利率、成屋库存指标等仍维持低位，4月末成屋库存116万套，环比提升10.5%，同比下降20.5%；新开工数量同比提升，4月新开工住宅157万套，同比增长67.3%，我们认为美国地产仍处在景气高位，地产产业链的相关出口品类需求预计延续。

图表 15: 美国成屋库存情况 (万套)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 美国地产新开工情况 (千套)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、装修建材：零售景气向上，小B值得期待，格局持续优化

2020 年报和 21 年一季报披露完毕，消费建材板块，特别是细分头部企业，整体呈现收入快速增长、盈利和经营质量齐升的态势，地产后周期的消费建材行业头部企业集中度提升趋势依然保持明显。展望后续来看，近期数据显示地产需求韧性仍强，多个消费建材细分品类微观显示订单和销售数据增长强劲，如建筑五金、防水材料、塑料管道等，量增趋势保持之下，需要关注原材料价格上行压力传导下对企业毛利率的影响。短期来看，零售景气持续修复，具备零售基因的消费建材龙头更有望在未来几个季度获得相对收益；从中长期行业发展趋势来看，我们仍然看好优质细分龙头的份额提升和成长空间：地产集中度提升趋势仍将持续，战略集采+全装修推进之下工程端放量势头仍将延续，具备渠道优势和杠杆能力的细分龙头仍将持续受益，成长弹性和确定性依然较强；从更远的发展空间和现金流平衡方面，房地产市场中长期回归合理规模，除了已在快速集中的大B工程市场，仍旧分散的工程小B市场提供了更长远的份额提升来源。

中长期来看，我们认为，有质量的成长仍是最重要的品质。未来几年里，在流动性收紧和三红线的压力之下，如何缓解现金流和收入增长的矛盾；在行业边界逐渐模糊和客户关注点不断迁移的压力之下，如何提升商业模型的长期竞争力是企业面临的重要命题，建议结合以下几条主线精选个股：

- ✓ 具备成长性的工程建材龙头，尤其是已经建立了下沉市场的小B客户开发和多品类销售体系的公司，核心推荐**坚朗五金**、**东方雨虹**。短期也建议关注具备较强成长弹性的细分龙头企业，推荐**凯伦股份**、**科顺股份**等。
- ✓ 零售C端景气向上，推荐具备优秀的C端渠道布局，盈利稳定、现金流优异的C端龙头，推荐**伟星新材**、**东鹏控股**。
- ✓ 地产集中度提升趋势仍将持续，战略集采+全装修推进之下工程端放量势头仍将延续，具备渠道优势和杠杆能力的细分龙头仍将持续受益。推荐估值和增长较为匹配的**垒知集团**、**蒙娜丽莎**、**雄塑科技**、**帝欧家居**等。

图表 17: 消费建材重点公司盈利预测及估值情况

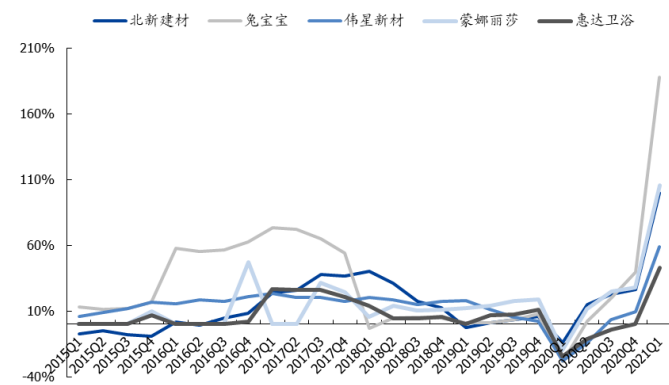
股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002791	坚朗五金	买入	2.54	3.74	5.35	7.24	72.91	49.52	34.62	25.58
002271	东方雨虹	买入	1.34	1.69	2.12	2.66	46.35	36.75	29.30	23.35
002918	蒙娜丽莎	买入	1.38	1.83	2.34	2.91	23.15	17.46	13.65	10.98
300715	凯伦股份	买入	0.91	1.45	2.09	2.94	23.44	19.07	13.23	9.40
002798	帝欧家居	买入	1.46	2.04	2.61	3.20	11.73	8.40	6.56	5.35
002398	垒知集团	增持	0.52	0.65	0.82	1.03	13.85	11.08	8.78	6.99
002372	伟星新材	增持	0.75	0.85	0.98	1.10	31.43	27.73	24.05	21.43
000786	北新建材	买入	1.69	2.16	2.49	2.77	27.25	21.32	18.50	16.63
300599	雄塑科技	买入	0.59	0.76	0.94	1.16	19.39	15.05	12.17	9.86
003011	海象新材	买入	1.83	2.31	3.54	4.62	18.21	14.43	9.42	7.21
300599	东鹏控股	买入	0.73	0.96	1.22	1.49	29.20	22.10	17.40	14.20
300737	科顺股份	买入	1.40	1.87	2.46	3.17	25.89	19.39	14.74	11.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 股价选取 2021 年 6 月 1 日收盘价

2.1、零售端景气持续修复，工程端成本或阶段性承压

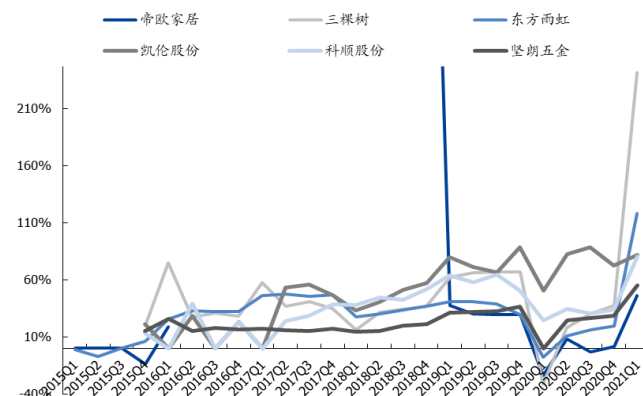
结合 2020 年报和 2021 年一季报来看，20 年上半年受疫情影响更大的零售端在下半年迎来显著修复，零售经销渠道为主的兔宝宝、伟星、东鹏等在下半年业绩快速回升。21Q1 以来消费建材整体增速较快，主要由于去年同期低基数等因素，同时随着零售景气回暖、竣工修复，偏竣工端的品类增长迅速。

图表 18: 以经销为主的公司收入季度增速变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 以工程直销为主的公司收入季度增速变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

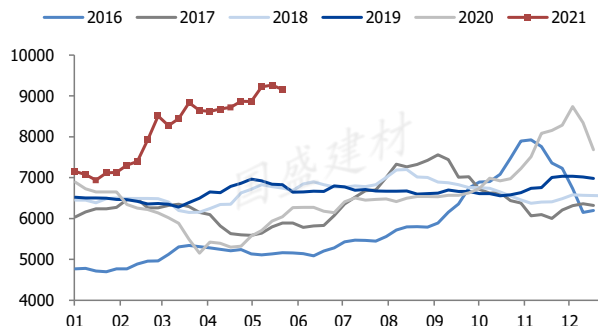
从 20 年 Q4 以来，消费建材主要原材料沥青、乳液、PVC 等石化链产品价格大幅上涨，对应防水、涂料、管材、弹性地板等品类原材料价格大幅上涨。从 20Q4 及 21Q1 主要企业毛利率情况看，由于前期采购的原材料成本较为低位，公司普遍有原材料库存支撑，部分企业 20Q4 及 21Q1 毛利率同比有所上升。从过去的原材料价格上涨周期来看，一方面，具有较高议价能力的 C 端零售龙头由于成本转嫁能力较强更容易产生相对收益；另一方面，随着行业竞争格局优化，市场份额向头部集中，龙头企业的成本转嫁能力预计也比上一轮原材料上行周期要强。同时，原材料成本的大幅上升一定程度上也会加速中小企业退出，行业格局持续优化。

图表 20: 沥青价格周度数据跟踪 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 21: PVC 均价周度数据跟踪 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2.2、份额持续向头部企业集中，行业标准提升驱动格局优化

住宅设计工作年限预计延长，地产商对材料质量要求提升。精装修将后端管材、防水等材料的消费决策权从业主转移到了地产商手中，而全/精装修的房屋通常有交房后的最低保修期限，例如屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏的保修期限通常为 5 年；电气管线、给排水管道、设备安装和装修工程保修期限为 2 年。根据 2019 年 2 月住建部发布的《住宅项目规范（征求意见稿）》，对住宅建筑的设计工作年限进行了规定，其中对屋面与卫生间防水、地下室防水以及管线工程进行了明确的要求，对房屋的防水以及给排水工程提出了更高的要求，现行的防水及管线的质保期有望延长，根据征求意见稿，屋面及卫生间防水有望延长至 20 年以上，地下室防水设计工作年限不低于设计结构工作年限。管线工程质保期不低于 15 年。考虑到装修质量责任，地产商更有动力选择品牌影响力更大、质量更好、服务更优的防水厂商。

图表 22: 《住宅项目规范（征求意见稿）》对各类别项目作了设计工作年限要求

类别	设计工作年限
结构	不低于 50 年
屋面与卫生间防水	不低于 20 年
地下室防水	不低于设计结构工作年限
管线工程	不低于 15 年
公用设备	不低于 15 年
户门及外窗	不低于 20 年
外保温系统	不低于 25 年

资料来源: 《住宅项目规范（征求意见稿）》、国盛证券研究所

以防水行业为例，随着国家标准出台在即，地方陆续出台相关政策和标准，行业提标逐步落地。成都市近期发布多个防水行业相关标准和规定，提出市内政府投资项目要求 6 月 1 日起全部使用防水性建筑涂料、高分子防水材料；征求意见稿提出“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”。此前住建部就曾于 2019 年 2 月发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，提出屋面及卫生间防水、地下室防水质保年限分别不低于 20 年、设计结构工作年限。

随着成都接连发布相关规定，防水行业标准陆续在区域内落地，我们认为一方面可能会推动行业空间扩容，行业对于防水材料的性能、寿命要求均会提升，同时各部位的防水材料用量预计增加，推动行业空间扩大；另一方面，行业格局有望优化集中，防水新标将使各单位在选择防水材料供应商时优先选择质量、服务更好的龙头企业，中小企业的

非标产品预计会加速出清。行业标准提升之下行业有望扩容，龙头市占率持续提升。

图表 23: 防水行业提标相关国家性和地方政策

文件名	发布时间	相关规定
《住宅项目规范(征求意见稿)》、 《建筑和市政工程防水通用规范 (征求意见稿)》	2019 年 2 月	住宅: 屋面防水、卫生间防水、地下室防水的设计工作年限分别不低于 20 年、设计结构工作年限 工程: 地下工程不低于工程结构设计工作年限; 屋面、外墙、室内工程不低于 25 年、25 年、30 年
《北京市禁止使用建筑材料目录》	2019 年 5 月	低下密闭空间、通风不畅空间和易燃材料附近的防水工程禁止使用明火热熔法施工的沥青类防水卷材
《关于提升新建商品住宅建设品质的技术规定(征求意见稿)》	2021 年 5 月 25 日	新建商品住宅项目防水禁用热熔性 SBS 防水卷材、溶剂型建筑防水涂料, 且防水质保期不低于 10 年
《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》	2021 年 5 月 27 日	6 月 1 日起在政府投资项目中使用水性建筑涂料和分子防水材料

资料来源: 住建部、地方住建局、国盛证券研究所

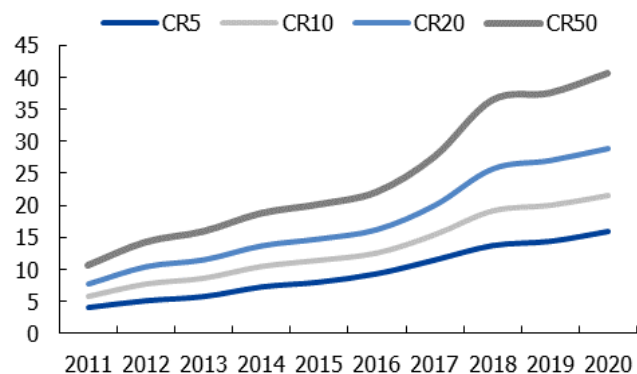
同时, 随着国家对安全、环保要求的不断提高以及营改增等政策实施, 导致众多环保、税收等不规范的中小企业成本曲线抬升明显, 较多中小企业因亏损和资金短缺退出了行业。而环保达标、生产管理规范和资金雄厚的龙头企业, 通过控制成本、自身生产技术提高和更强的市场把控能力, 在小企业承压时, 实现了份额的快速提升。行业标准提升趋势之下, 龙头企业显示出了更强的竞争力, 而中小企业盈利空间预计压缩, 有利于行业格局优化及行业升级。

2.3、工程大 B 渠道竞争逐步加剧, 工程小 B 大有可为, 零售 C 端复苏持续

2.3.1、20 年精装修渗透情况阶段性回落, 21 年精装化率回升, 龙头继续集中

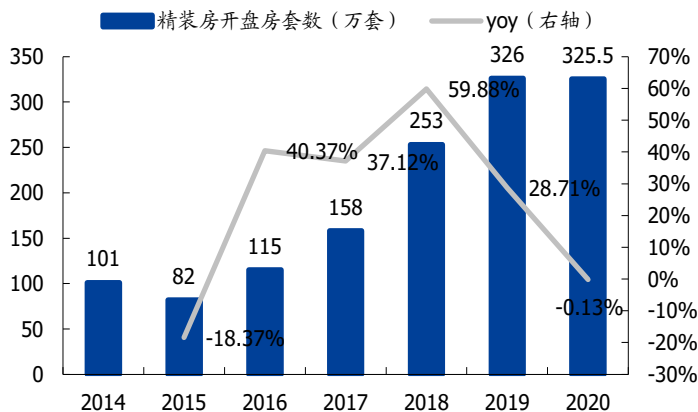
20 年精装修渗透情况阶段性回落, 主要集中在三四线城市。根据奥维云的数据, 2020 年全国精装房开盘房间数量 325.5 万套, 同比略有下降。从精装房开盘量下降区域来看, 华中区域精装房开盘规模同比下滑 27.6%, 主要受武汉、长沙等城市精装开盘规模缩减等因素影响; 从城市能级上看, 主要集中在三四线等地线城市, 2020 三线、四线、其他城市精装房开盘套数分别同比下降 6.1%、20.7%、15.5%。在“三道红线”的地产融资政策约束之下, 房地产企业加速销售还款改善资产负债率, 而三四线城市对精装房接受度一般, 部分地区出现了精装改毛坯的现象, 导致 2020 年精装渗透率较低。

图表 24: 下游地产企业集中度情况 (%)



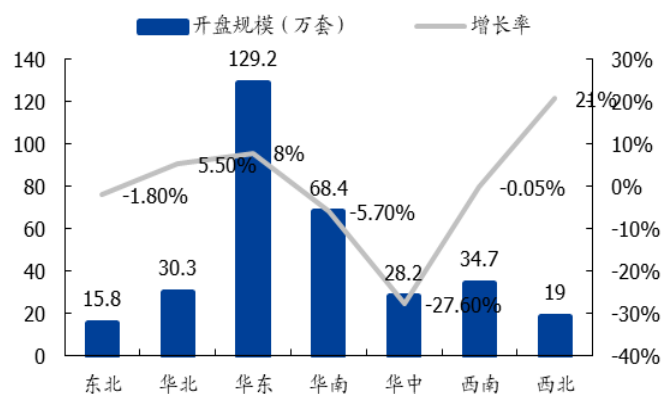
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 精装修渗透率变动情况



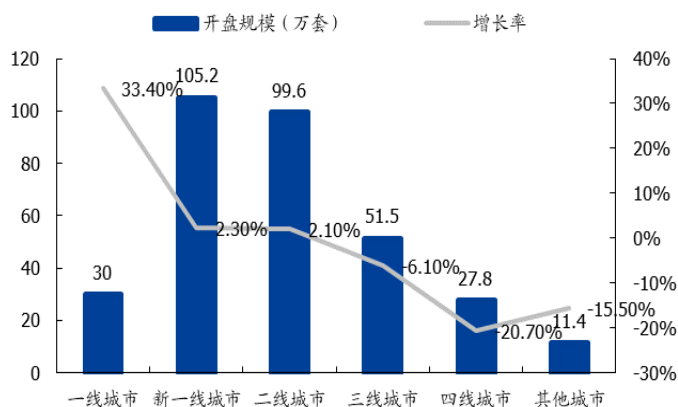
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 26: 2020 年中国精装修商品住宅各趋于规模及变化



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 27: 2020 年中国精装商品住宅城市能级规模变化



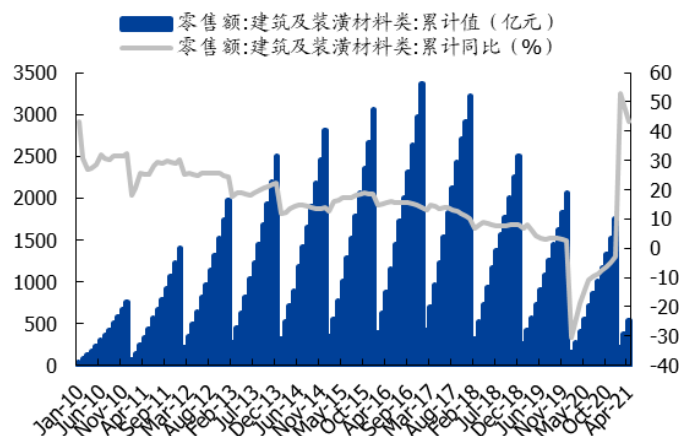
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

21 年精装化率回升, 行业长期趋势不改, 渗透空间仍大。根据 CREIS 的数据, 截至 2021 年 4 月底, 已有数据的 164 城市平均精装修率达到 39.88%, 较 2020 年底上升 8.79pct。截至 2021 年 4 月底, 一二三线城市平均精装修率分别为 69.85%、45.77%、31.04%, 较 2020 年底分别上升 9.9pct、8.12pct、6.65pct。中长期来看, 我国精装房渗透率仍然与北美 80%、欧洲 90% 的水平有较大差距。近年来全国多个省份及城市相继发布全装修政策, 多数省份要求新建住宅全装修比例超过 30%, 多个省份和地区要求全装修比例达到 100%, 未来精装房逐渐向三四线城市渗透, 长期趋势不改。

2.3.2、竣工有望复苏, 零售 C 端景气持续修复

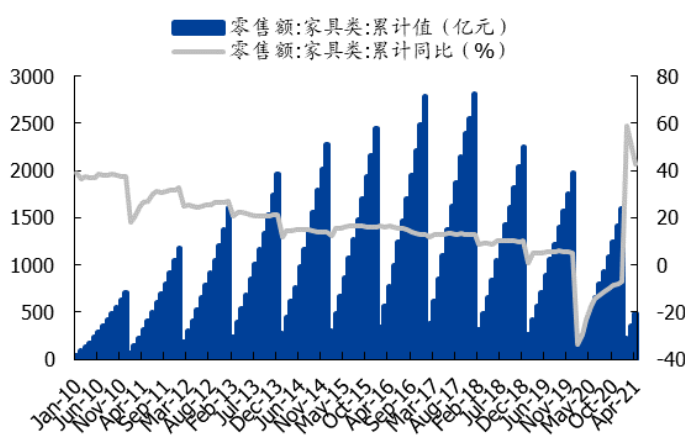
竣工景气向上, 零售加速回暖。2020 年 10 月住宅竣工开始回暖, 竣工累计同比数据持续收窄, 2021 年 1-4 月住宅竣工累计值同比增长 21%, 较 2019 年同期增长 3%。反映到上游的材料和家具销售情况来看, 1-4 月建筑及装潢材料类和家具类零售额累计同比分别增长 43.2%和 42.9%, 较 19 年同期增长 16.1%和 9.9%, 较 19 年同期增速好于 1-3 月累计值, 建材家居零售景气加速恢复。

图表 28: 建筑及装潢材料零售额累计值及增速



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 29: 家具类零售额累计值及增速



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

除了竣工景气修复之外, 二手房交易的活跃预计也会催生部分零售需求, 从二手房交易到二次装修存在一定时间间隔, 预计随着近期二手房交易景气的持续, 会持续性带来零售端的消费需求。除了对现有需求提供增量外, 二手房二次装修需求也对现有需求结构

起到优化作用，特别是在新房增速放缓时，存量住宅的二次装修需求会弥补新增住宅需求下降的风险。

2.3.3、龙头发力开拓小 B 市场，对于经销商的管理服务能力成为竞争要素

在精装趋势放缓，C 端渐进修复背景之下，小 B 市场有望成为装修建材企业下一个份额提升的潜在着力点，从而实现持续的快速增长。在工程直销、工程经销、零售直销、零售经销四种渠道模式中，工程经销（小 B）市场规模最大。

图表 30: 建筑装饰行业产值构成结构及对应需求采购主体

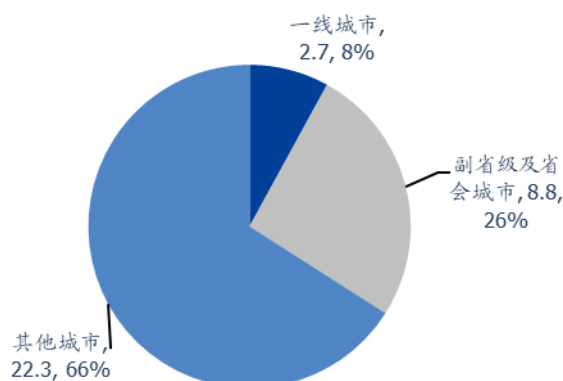
分类	需求采购主体	渠道模式	结构占比（2018）
公建	公共建筑装饰	业主方、公装公司、专业分包等	工程经销为主
	成品房精装修	地产商、装修公司、专业分包等	工程直销为主
住宅	改造住宅	公装公司、家装公司、整装公司、业主等	工程经销为主
	毛坯房	家装公司、整装公司、业主等	零售经销为主 部分零售直销

资料来源：中国建筑装饰协会，国盛证券研究所

除了新建建筑物的装修装饰需求外，存量建筑也提供了广阔的空间，主要对接装修公司、工程单位等小 B 主体。以我国存量酒店为例，2019 年一线、二线、其他城市的存量酒店数量分别达到了 2.7 万家、8.8 万家、22.3 万家，酒店一般单体项目量比较大，但是需求较为分散，是典型的小 B 项目。并且二三四线下沉市场中的存量酒店占比远远超过一线城市的酒店占比。酒店通常每隔几年都需要重新装修，由此衍生出来丰富的建筑材料需求，同时下沉市场也是小 B 项目的主要来源。

21 年老旧小区改造规模同比继续大幅增长，带来更多小 B 端需求。2019 年各地改造老旧小区 1.9 万个，2020 年各地计划改造老旧小区 3.9 万个，实际改造完成 4.03 万个；根据 2021 年《政府工作报告》，21 年计划改造城镇老旧小区 5.3 万个，相比 2020 年增幅达到 36%，2021 年进入旧改大年，旧改项目带来更多小 B 需求。

图表 31: 2019 年我国存量酒店城市结构分布（万家）



资料来源：中国饭店协会，国盛证券研究所

此前小 B 市场需求以地方性中小企业的产品为主，随着工程市场规范程度提高等因素影响下，小 B 需求主体也在发生消费升级，这也为装修材料各头部企业和品牌提供了有利的市场空间和竞争环境。从材料供给端来看，行业标准提升、营改增、环保等因素不断压缩中小企业的生存空间，中小的非标材料供应商逐步出清，而这部分需求则会由更规

范的大型龙头企业来占据。目前行业内已有头部企业率先进行工程经销渠道的布局，中国联塑、东方雨虹、坚朗五金等龙头企业，利用上市平台和在一二线城市建立起的规模、渠道、供应链、管控体系等方面的优势，积极投入布局三四线小 B 下沉市场；同时，部分二线龙头标的也意识到小 B 市场空间巨大，积极布局。例如科顺股份、帝欧家居等企业也加速小 B 业务布局，小 B 渠道逐步成为继地产大 B 之后龙头的主战场。

结合我们的渠道调研情况来看，行业内优质的经销商是稀缺资源，部分优质的头部企业已经率先锁定了优质稳定的经销资源，工程经销商主要看重企业给予的帮扶政策（包括账期、价格等）、服务体验（协助获取订单），头部企业更能够给予经销商一定的帮扶和支持，在新品类植入方面给予的资金、培训等服务力度更大。从企业的角度看，企业对于工程经销商的工作一部分在于开拓经销商，一部分在于管理和维持，管理方面涉及到对于经销区域之间利益的划分、关注经销商非独家代理下的资源分配、新项目开发以及现有客户维护等，不同企业在管理能力方面有所分化，长期会是小 B 业务能否占领优势的核心要素。从行业竞争的角度看，随着行业从增量转向存量竞争市场，行业内的价格、账期等更加透明，龙头企业之间的竞争格局有所优化，行业内恶性竞争情况减少，中小企业及非标产品的盈利空间不断收窄。

2.4、品类扩张：多元业务延伸打造第二成长曲线

参考国外龙头企业发展经验以及国内行业发展阶段，我们认为多元化业务扩张是龙头企业未来向做大做强发展战略的重要方向。很多公司会进行多品类的扩张尝试，往往在面临着在原有主导优势业务增长有压力、份额扩张边际成本明显增加以及业务市场空间相对较小等情况；而对于制造端成本差异不大的装修建材行业来说，品类扩张的壁垒更多在于品牌和渠道，需要时间和资源的积累。

装修建材板块，多家已在自身所在细分行业建立起龙头地位和竞争优势的企业，在份额提升的同时，也在进行新业务品类的拓展，希望通过主业已建立起的品牌、渠道、客户资源等优势共享，扩充相关联的业务品类来进一步拓展市场增量和加强自身竞争优势。目前坚朗五金、伟星新材、东方雨虹、北新建材等龙头企业均在通过新设立或者外延并购等方式，进行新品类扩张和培育尝试探索，从 2020 年主要企业的新业务收入情况来看，部分企业在品类扩张的经营成果方面已经有所显现，构建第二成长曲线值得期待。装修建材细分品类较多且市场容量大，竞争分散且尚未形成具有多品类集成供应的龙头企业；同时，众多品类在渠道销售、客户资源等方面具有较强的业务关联和共享条件，而随着技术手段的发展和创新，使得多元化业务的实现能力在提升，如信息化技术使得信息管理系统的发展并在多个相关业务间共享并帮助重新构建、优化渠道和销售体系，实现共享的同时也降低了不同业务活动协同的费用和成本，多元业务相关联的灵活性也更加容易实现。

图表 32: 消费建材上市公司多元化业务战略

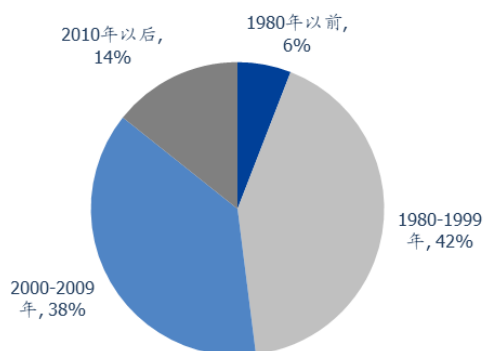
公司	主业产品	业务扩充	2020 收入 (亿元)	2019 收入 (亿元)
坚朗五金	建筑五金: 门窗门控五金、幕墙构 配件、护栏等	智能家居、卫浴及精 装房五金、建筑配套 产品	家居类: 9.66 (+72.12%) 其他建筑五金: 9.42 (+113.09%)	家居类: 5.61 其他建筑五金: 4.42
东方雨虹	防水材料: 防水卷材、防水涂料	建筑涂料、保温材 料、砂浆等	——	——
伟星新材	塑料管材: PPR、PE、PVC 等	防水涂料、净水器	其他主营业务: 2.27 (+16.01%)	1.95
中国联塑	塑料管材: PVC、PE、PPR 等	建材家居类: 水暖卫 浴、门窗、防水等	建材家居: 19.97 (+31.47%)	建材家居: 15.19
北新建材	石膏板	防水材料、轻钢龙 骨、涂料	防水: 24.5 龙骨: 19.6 (+26.59%)	龙骨: 15.52
三棵树	建筑涂料	防水材料	防水: 9.3 (+122.5%)	防水 4.18
兔宝宝	环保板材	衣柜橱柜木门等	成品家居: 19.89	——

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2.5、海外对标: 需求从增量转存量之下稳定增长, 龙头渗透空间仍大

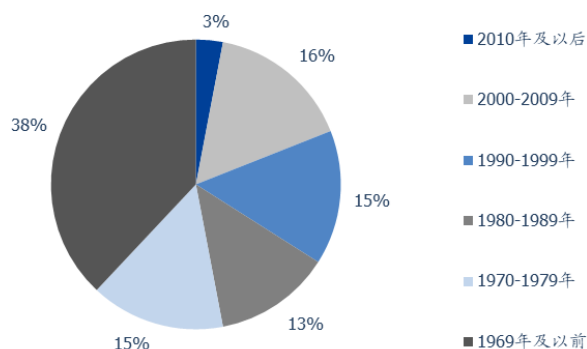
从美国的存量住宅年限结构来看, 1980 年之前的房屋占到绝大多数, 而中国市场则以 1980 年之后的房屋为主, 整体来看中国的房屋年龄显著低于美国市场。随着中国城镇化进度的持续推进, 住宅市场长期会从增量市场转变为存量市场, 存量住宅会占据主导地位, 相应的在装饰装修材料中存量住宅的需求也会不断增加。

图表 33: 中国城镇住房年龄结构 (2015 年)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

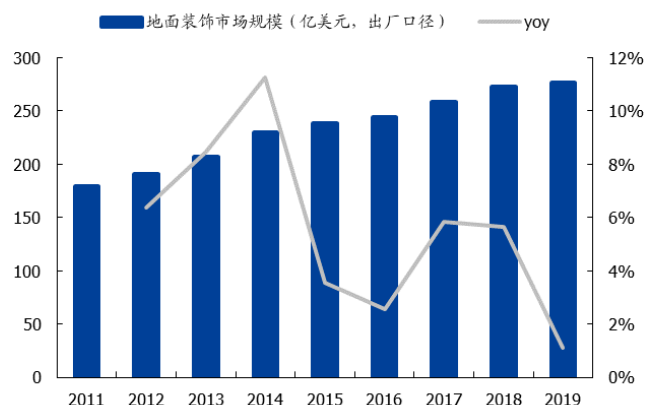
图表 34: 2019 年美国房屋年龄分布情况



资料来源: NAHB, 国盛证券研究所

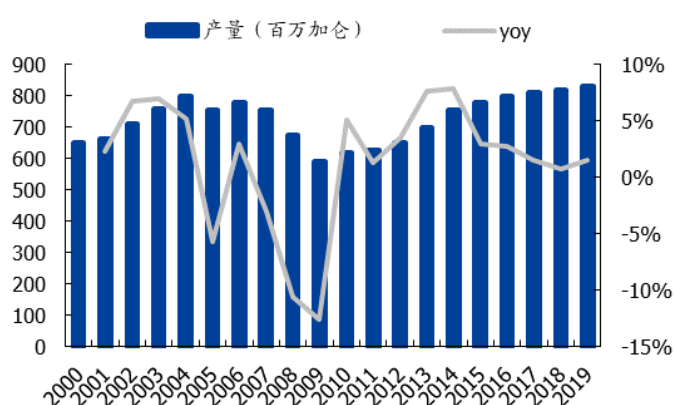
从美国主要装饰材料的市场规模来看, 尽管存量房占据主导, 新房增量较小, 但是由于稳定的更新需求存在及消费升级驱动, 市场规模仍然维持相对稳健的增长。2011-2019 年美国地面装饰材料的市场规模复合增速 5.56%; 涂料方面, 除了 2008-2009 年金融危机前后受到一定影响外, 整体保持稳健增长。2000-2019 年涂料产量复合增速 1.3%, 2010-2019 年复合增速 3.3%。

图表 35: 美国地面装饰材料市场规模及同比增速



资料来源: FCW, 国盛证券研究所

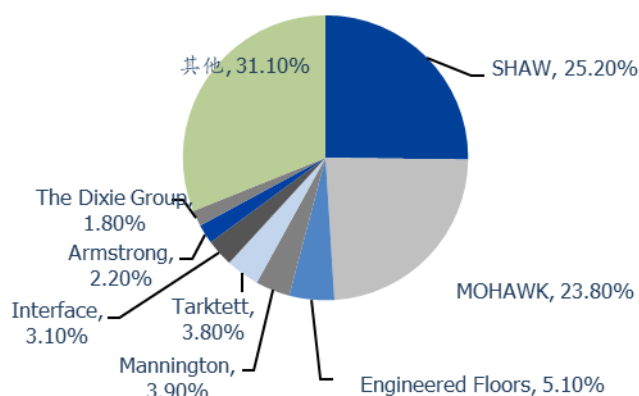
图表 36: 美国建筑涂料产量及同比增速



资料来源: ACA, Department of Commerce, 国盛证券研究所

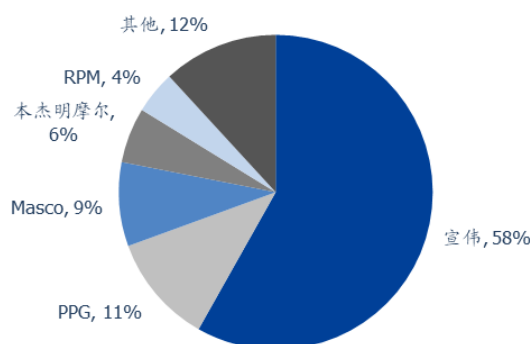
而行业的长期竞争格局来看, 龙头的市场占有率持续提升, 最终占据绝对的市场地位。地面装饰材料领域 SHAW 和 MOHAWK 合计市占率 50% 左右, 美国建筑涂料市场宣伟市占率 50% 以上。在长期的发展中龙头不断巩固自身竞争优势, 最终在市场中具有绝对的市场地位。我们反观国内的建筑材料市场, 格局仍然分散, 建筑防水、建筑五金、塑料管材、建筑涂料等品类龙头市占率仍然有较大发展空间, 在新增需求韧性、存量需求空间巨大背景之下, 龙头长期仍有提升空间。

图表 37: 2019 年美国地面装饰材料市场占有率情况



资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

图表 38: 美国建筑涂料市场占有率测算



资料来源: WPCIA, 公司官网, 国盛证券研究所

2.6、重点公司

2.6.1、坚朗五金: 品类集成全面发展, 优势和效率持续提升

1) 公司是门窗和幕墙五金第一, 管理层优秀, 目标坚定明确, 对标德国伍尔特, 做建筑配套件集成平台; 未来成长驱动来自于: 渠道下沉、品类扩张, 销售人均产值提升; 股权激励考核: 2021-2025 年收入增速同比不低于 30%/28%/25%/25%/25%。

2) 公司上市后持续的投入建立起了业内领先的前台营销体系和后台管理体系, 构建了多产品线集成供应平台, 随着多品类逐渐培育成熟和渠道投入趋于平稳, 集成供应的规模效应和协同效应逐渐释放, 收入加速向上而费用增长趋于平稳, 利润率回升趋势确定,

业绩弹性明显。面对疫情影响，公司化危为机，建筑配套件集成供应优势发挥更加明显，借助此前品类的培育布局和经营效率上的提升，实现了业绩的快速增长，新品类多点开花，如海贝斯、新安东、格兰斯卡等子公司进入快速发展期，未来多品类拓展有望不断放量。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.74、5.35 和 7.24 元，对应 PE 分别为 50、35、26 倍；维持“买入”评级。

风险提示：主要原材料价格波动风险；新市场开拓对业务可持续性增长的风险；并购整合风险。

2.6.2、东方雨虹：品类扩张成效渐显，经营质量不断优化

1) 公司是防水第一品牌，管理层优秀，扩张动能强，收入和业绩成长性强，市场份额提升主导；在直销份额相对较高的情况下（百强地产占比 23%左右），未来成长驱动来自于：品类扩张（DAW 建筑涂料等）和工程渠道（合伙人增量）；股权激励计划考核：2021-2024 净利润增速不低于 25%/56%/95%/144%（以 2020 年净利润为基数）。

2) 由于地产直销、垫资行为（基本上账期都在 6 个月左右），公司现金流表现差且波动较大，市场较为关注现金流变化。公司有所应对，包括回款考核、做大工渠、对上游占款等。2019 年以来现金流改善持续，经营质量不断优化。

3) 公司在强化自身核心竞争力的同时寻求模式变革，追求更加可持续、高质量的健康发展，转型和调整效果持续显现，同时公司培育及打造新型业务板块，努力实现从“防水系统服务商”到“建筑建材系统服务商”的转型，借助公司在防水主业所形成的核心资源与能力，培育并打造新业务板块，特别是建筑涂料业务，有望借助资源整合和协同优势实现快速增长。我们认为公司多品类战略开始展露头角，定增融资 80 亿元将进一步增强资金实力和竞争优势，公司又站在了新一轮周期成长的起点上。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.69、2.12、2.66 元，对应 PE 分别为 37、29、23 倍；维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险、原材料价格波动风险、应收账款风险。

2.6.3、伟星新材：零售回暖、工程开拓，同心圆拓展效果渐显

1) 公司是家装 PPR 管道龙头，近年来持续推进“双轮驱动”和“同心圆”战略落地，零售端疫后修复显著。公司未来成长驱动在于：渠道下沉、区域扩张、新品类带动客单价提升等。

2) 公司聚焦零售业务，优质的产品和服务以及强大的经销渠道构筑起公司的核心竞争优势，毛利率稳定在较高水平。同时，公司近年来积极推动渠道下沉与区域扩张，PPR 管材受益于竣工修复、存量住宅改造需求等，在零售景气恢复背景之下预计零售端改善明显。公司在 18 年制定双轮驱动战略，19 年对市政工程业务模式和客户结构进行调整，提升收入质量，目前调整效果逐步显现，市政工程端业务均增长明显。在 PPR 主业稳健增长的同时，公司推出同心圆战略，产品包括 PVC 管、PE 地暖管、防水、净水等，随着产品配套率提升，有望带动客单价提升，为公司业绩持续增长提供动能。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.85、0.98、1.10 元，对应 PE 分别为 28、24、21 倍；维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险、原材料价格波动风险、新业务拓展不及预期的风险。

2.6.4、东鹏控股：产能扩张，渠道为王，零售及小 B 工程持续发力

1) 公司是瓷砖零售龙头，2020 年已有 5317 家瓷砖门店，1393 家卫浴门店，渠道优势突出。未来成长驱动来自于：小 B 业务开拓、渠道下沉、C 端门店形象升级提升客单价、品类扩张等；限制性股票激励计划考核目标：以 2020 年公司扣非净利润为基数，2021-2023 年扣非净利润增速不低于 15%/32%/50%。

2) 公司具有强大的 C 端经销网络，受益于竣工修复、精装趋势放缓、存量住宅改造需求以及 C 端提质增效成果，公司在零售端业务修复较为明显。同时，公司工程端拓展战略大客户，此外公司借助庞大的经销网络拓展小微工程业务，渠道优势突出，随着募投项目以及新增基地产能的陆续投产，公司在收入端与利润端都将迎来较快增长。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.96、1.21、1.49 元，对应 PE 分别为 19、15、12 倍；维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险、原材料价格波动风险、下游需求波动风险。

3、玻璃：看好长期盈利中枢提升与产业链扩张机会

我们看好玻璃高景气的韧性有望超预期，有望复制水泥行业 2018 年以后的盈利曲线。中长期环保将重塑行业成本曲线，资源是长期超额利润主要来源，大型企业、优质产能受益，同时龙头企业产业链扩张颇具看点，提升长期增长中枢。重点推荐**旗滨集团**（建筑玻璃盈利弹性+高分红率提供一定边际，光伏玻璃等新业务布局的发力提供估值弹性和中长期良好成长性），关注**金晶科技**、**南玻 A**。

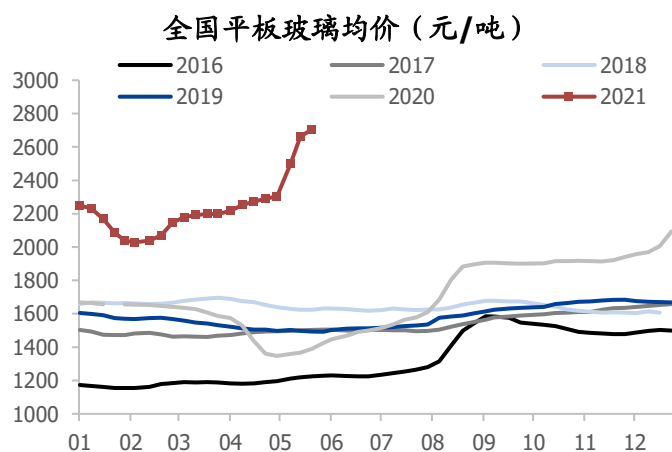
3.1、供给步入存量时代，看好中长期盈利中枢提升

3.1.1、当前厂库和社库整体处低位

2021 年年初以来玻璃价格持续上行，是厂家低库存状态、较强的终端需求以及行业良好信心共同支撑。5 月以来的加速上涨则是厂商中低库存基础上，传统消费旺季的刚需释放对厂商产销率和拿货信心的共同催化所致。目前厂商库存已经处于历史低位水平，较季节同期中枢也大幅偏低 40%，但 6 月将进入玻璃的传统消费淡季，前期社会库存去化后，由于短期价格上涨幅度过快，下游尚需时间完全消化价格的上涨，加工厂签单趋于保守，加工厂和贸易商的合意库存水平较 4 月底、5 月初也有所削减，处在较低水平。

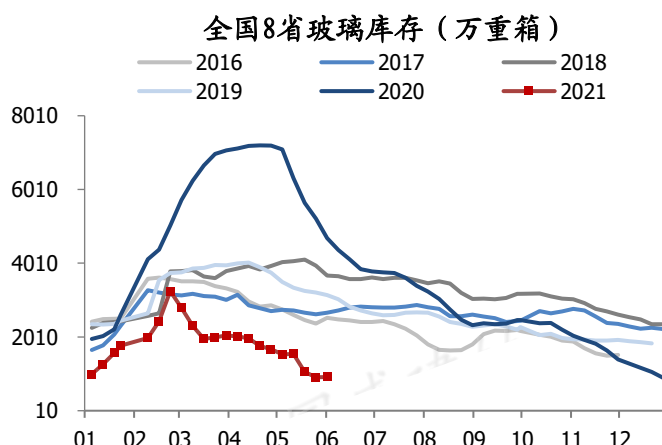
短期来看，由于 5 月以来短期基于厂商极低库存和下半年旺季良好补库预期，我们预计此轮淡季玻璃价格回调幅度不会太大，价格表现有望强于正常季节性规律。

图表 39：全国浮法玻璃原片价格同比大幅上涨



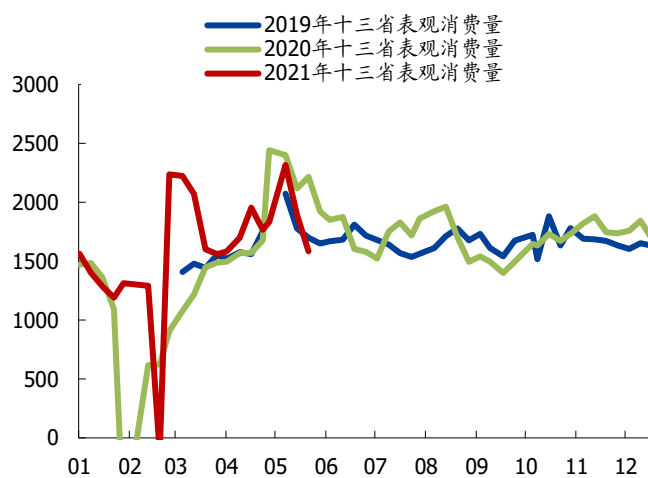
资料来源：玻璃信息网、国盛证券研究所

图表 40：卓创统计的 8 省厂商库存较历史同期水平大幅偏低



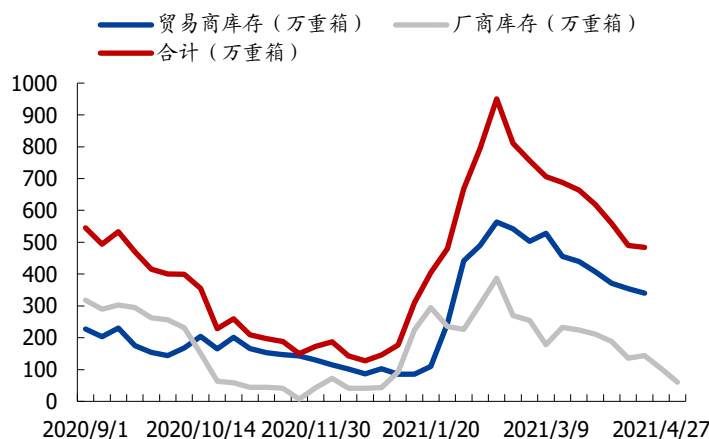
资料来源：卓创资讯、国盛证券研究所

图表 41: 年初以来建筑浮法玻璃原片表观消费量表现明显好于 2019 年同期水平, 尤其是旺季前的下游补库区间 (单位: 万重箱)



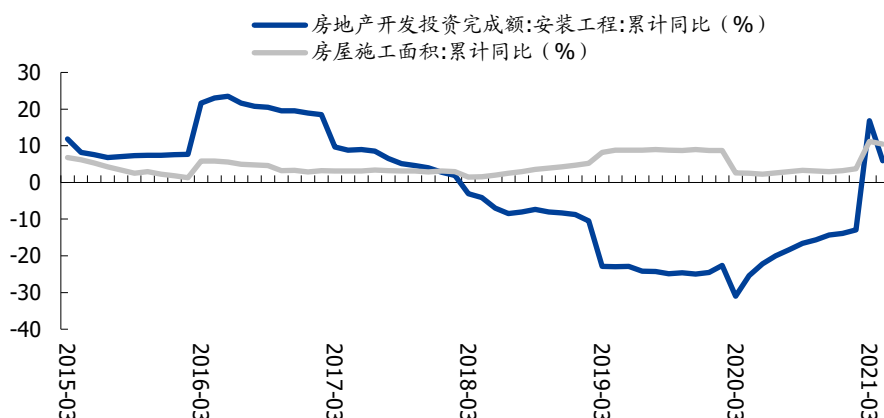
资料来源: 玻璃信息网、国盛证券研究所

图表 42: 卓创统计的沙河厂商库存和社会库存去化状态良好, 近期已处于较低的水平



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 43: 地产竣工端自 2020 年 Q3 开始明显修复 (累计增速)

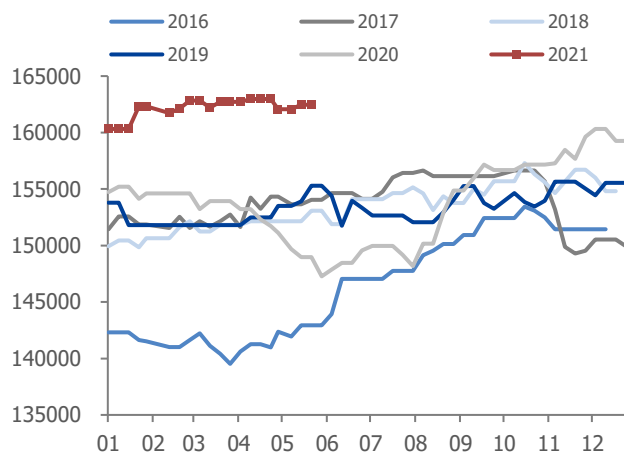


资料来源: Wind、国盛证券研究所

3.1.2、中期供给增量压力小, 下半年极低库存状况或再现, 价格有望再超预期

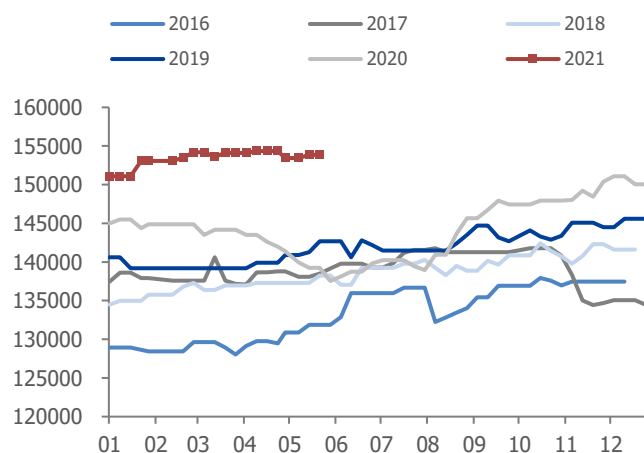
中期角度, 短期行业开工率潜在提升带来的供给增量有望在很大程度上被较强的终端需求增长消化, 行业库存无明显的积累压力, 因此年内主导价格节奏的将是表观需求的季节性波动。在当前行业厂商库存较历史同期水平偏低 50% 的状态下, 下半年传统旺季的刚需释放大概率使得行业再次进入极低库存的状态。而基于行业较强的价格预期, 旺季到来之前力度更强的集中补库或使得玻璃价格运行显著强于季节性规律, 下半年玻璃价格有望再超预期。

图表 44: 全国在产浮法玻璃产线日熔量变动 (白玻+颜色玻璃, 单位: t/d)



资料来源: 玻璃信息网、国盛证券研究所

图表 45: 全国在产浮法玻璃产线日熔量变动 (白玻, 单位: t/d)



资料来源: 玻璃信息网、国盛证券研究所

图表 46: 近期拟点火和冷修生产线统计 (潜在供给增量约 3900t/d)

近期计划点火生产线

临沂中玻	600 t/d
沙河长城	1200 t/d
河北润安	700 t/d
华南台玻	700 t/d
咸阳中玻	400 t/d
蓬江信义	950 t/d
滕州金晶	800 t/d
福耀福清一线	600 t/d
中玻陕西	350 t/d
河南中联	600 t/d
合计	6900 t/d

近期计划冷修生产线

湖北明弘	700 t/d
荆州亿钧	1000 t/d
石家庄玉晶	600 t/d
河南中联	700 t/d
合计	3000 t/d

资料来源: 玻璃信息网、国盛证券研究所

图表 47: 我们测算在上述生产线如期复产的情景下, 下半年厂家库存或将到达极低水平 (行业周度供需平衡表测算)

周	13 省日熔量合计 (t/d)	13 省周供给合计 (万重箱)	13 省表观消费量 (万重箱)	13 省厂商库存测算 (万重箱)	13 省厂商库存变动 (万重箱)	
2021/5/14	128340	1617	2316	1541	(699)	实际值
2021/5/21	128740	1622	1891	1272	(269)	
2021/5/28	128740	1622	1584	1310	38	
2021/6/4	129540	1632	1669	1274	(36)	
2021/6/11	130340	1642	1681	1234	(39)	
2021/6/18	131140	1652	1810	1076	(158)	测算值
2021/6/25	131940	1662	1717	1021	(55)	
2021/7/2	132640	1671	1678	1014	(7)	
2021/7/9	132640	1671	1642	1043	29	
2021/7/16	132640	1671	1567	1147	104	
2021/7/23	132640	1671	1536	1282	135	
2021/7/30	132640	1671	1564	1389	107	
2021/8/6	132640	1671	1610	1450	61	
2021/8/13	132640	1671	1712	1409	(41)	
2021/8/20	132640	1671	1778	1303	(106)	
2021/8/27	132640	1671	1676	1297	(5)	
2021/9/3	132640	1671	1730	1238	(59)	
2021/9/10	132640	1671	1610	1299	61	
2021/9/17	132640	1671	1542	1429	130	
2021/9/24	132640	1671	1674	1426	(3)	
2021/10/1	132640	1671	1723	1374	(51)	
2021/10/8	132640	1671	1516	1530	156	
2021/10/15	132640	1671	1882	1319	(210)	
2021/10/22	132640	1671	1634	1357	38	
2021/10/29	132640	1671	1780	1249	(108)	
2021/11/5	132640	1671	1690	1230	(18)	
2021/11/12	132640	1671	1684	1218	(12)	
2021/11/19	132640	1671	1670	1219	1	
2021/11/26	132640	1671	1634	1257	38	
2021/12/3	132640	1671	1603	1325	69	
2021/12/10	132640	1671	1654	1343	18	
2021/12/17	132640	1671	1632	1383	40	
2021/12/24	132640	1671	1627	1427	44	

核心假设:

供给端: 假设上述拟复产和冷修生产线在 1-2 个月落地, 在产日熔量增加 3900t/d

需求端: 保守假设表观消费量跟 2019 年同期持平

资料来源: 卓创资讯、玻璃信息网、国盛证券研究所

3.1.3、供给侧进入新阶段，有望复制水泥行业 2018 年以后的盈利曲线

中长期角度，随着产业政策约束收紧后供给总量的强约束，浮法玻璃供给侧也逐步过渡到类似于水泥 2017 年后的阶段，高景气的基础不仅仅依赖于需求的弹性。

2020 年 12 月，工信部原材料司面向社会各界公开征求对《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》的意见。其中影响最大的修改是进一步明确和严肃了置换指标的来源和使用，把控和收紧长期供给总量，2013 年以来连续停产两年的生产线不得用于置换。

（《问答》中为“已停产两年或三年内累计生产不超过一年的生产线”，此次进一步收紧和明确），并限制置换指标的拆分。长期供给总量将得到有效约束，防止“僵尸产能”借置换“死灰复燃”，有效遏制“变相新增”。由于平板玻璃连续生产的工艺特点，符合未连续停产两年的占目前闲置生产线的比重较少，因此在政策正式发布前未进行置换的闲置生产指标未来可以实施产能置换的体量非常有限。

中期来看，随着产能置换政策的收紧，新增产能体量有限，行业供给侧逐步进入存量时代：

（1）潜在的供给增量主要来自于前期通过产能置换新建的生产线，根据我们的统计，这部分生产线日熔量合计 10780t/d（对应当前在产产能的 6%），预计将在 2021-2022 年释放，年均影响供给 3%。

（2）当前盈利已处于高位，冷修窑炉占正常生产周期窑炉的比重已经处于历史较低水平，后续开工率进一步提升的空间极为有限。

（3）由于产能置换政策的收紧，剩余闲置产能指标多数属于“已停产两年或三年内累计生产不超过一年的生产线”或存在环保等方面的问题，未来通过置换净新增产能的难度较大。

图表 48：近两年公示置换方案的尚未投产的玻璃生产线

置换产能 所在企业	置换产能 (项目) 名称	新增产 能所在 省市	新建产能 日熔量 (t/d)	计划投 产时间	淘汰产能所 在企业	淘汰产能名称	淘汰产线日 熔量 (t/d)	出让产能 指标日熔 量 (t/d)	置换比例
福建瑞玻 玻璃有限 公司	800t/d 超白 太阳能优质浮 法玻璃生产线	福建	800	2021/8	河北叶氏玻 璃有限公司	500t/d 优质浮 法玻璃生产线	500	500	1
					阜新恒瑞科 技有限公司	500t/d 浮法玻 璃生产线 1 条	500	500	1
中玻（朝 阳）新材 料有限公 司	900t/d 浮法 玻璃数字化生 产线项目	辽宁	900	2021/10	沙河市安全 实业有限公 司	500t/d 浮法玻 璃生产线	500	500	1
					沙河市安全 实业有限公 司	500t/d 浮法在 线镀膜玻璃生 产线	500	400	1
内蒙古博 源迎新科 技有限公 司	2 条日产 1000 吨熔化量生产 线（一期）	内蒙古	2000	2021/12	河北迎新集 团浮法玻璃 有限公司	550t/d 在线低 辐射镀膜浮法 玻璃生产线	550	425	1
					河北迎新集 团浮法玻璃 有限公司	600t/d 在线低 辐射镀膜浮法 玻璃生产线	600	600	1

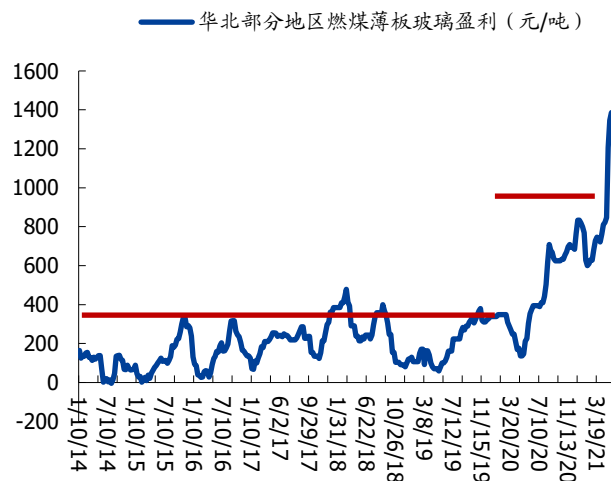
					河北吉恒源实业集团有限公司	600t/d 在线低辐射镀膜浮法玻璃生产线	600	600	1
凌源聚源微晶新材料有限公司	380t/d 日浮法玻璃生产线	辽宁	380	2021/12	阜新市复兴玻璃有限公司	300t/d 浮法玻璃生产线一条	300	300	1
					阜新市复兴玻璃有限公司	80t/d 压延玻璃生产线一条	80	80	1
信义玻璃(营口)有限公司	800t/d 节能基片玻璃生产线	辽宁	800	2021/12	沈阳耀华玻璃有限责任公司	一线及二线共 800t/d 平板玻璃生产线	800	800	1
贵州黔玻永太新材料有限公司	700t/d 特种优质浮法玻璃生产线	贵州	700	2021/12	凌源市世明玻璃有限公司	年产 150 万标箱、年产 216 万重箱及 150t/d 太阳能基板玻璃生产线	727	700	1
凯盛(自贡)新能源有限公司	500t/d 级超白压延玻璃生产线 1 条	四川	500	2021/12	四川玻璃股份有限公司	500t/d 级浮法玻璃生产线 1 条	500	500	1
萍乡矿业集团有限责任公司	一条 700t/d 和一条 500t/d 优质玻璃生产线	江西	1200	2022/6	安源玻璃有限公司浮法玻璃厂	400t/d 浮法玻璃生产线	400	400	1
					安源玻璃有限公司浮法玻璃厂	600t/d 浮法玻璃生产线	600	600	1
					江西安源光伏玻璃有限责任公司	250t/d 光伏压延玻璃生产线	250	200	1
中国耀华玻璃集团有限公司	600t/d 高白优质浮法玻璃生产线	河北	600	2022/10	中国耀华玻璃集团有限公司	600t/d 节能颜色浮法玻璃生产线	600	250	1.25
					中国耀华玻璃集团有限公司	500t/d 在线镀膜浮法玻璃生产线	500	500	1.25
贵州海生玻璃有限公司	2×800t/d 浮法玻璃生产线项目	贵州	1600	2023/12	河北大光明实业集团嘉晶玻璃有限公司	2×700t/d 优质超厚低辐射镀膜玻璃生产线	1400	1400	1

600吨/日和 700吨/日新 甘肃凯盛 大明光能 科技有限 公司 型聚光太阳能 热发电 (GSP)用定 日镜超白浮法 玻璃生产线各 一条	甘肃	1300	浙江大明玻 璃有限公司	00吨/日和700 吨/日新型聚光 太阳能热发电 (GSP)用定日 镜超白浮法玻 璃生产线各一 条	1300	1300	1
合计		10780			11207	10555	

资料来源：各省工信厅网站、国盛证券研究所

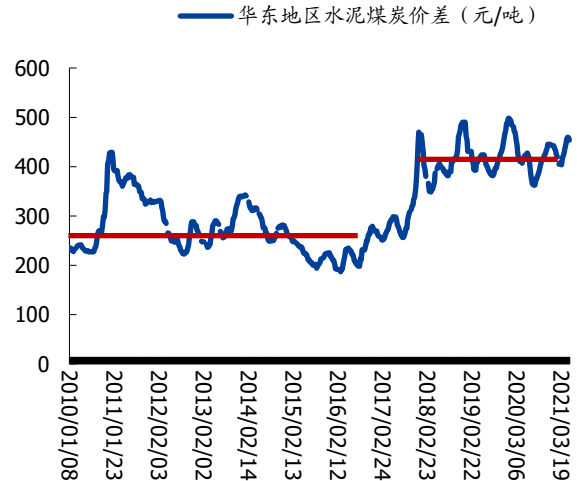
从需求端来看，新房竣工需求有存量施工体量支撑预计能延续较强韧性，而存量房更新也有望贡献需求增量，叠加节能标准提升下单位用量提升的趋势，玻璃中长期需求潜在增速更有确定性。存量竞争中行业景气中枢有望显著提升，波动率也有望明显改善。

图表 49：玻璃行业盈利中枢有望提升且波动率显著收窄



资料来源：玻璃期货网、国盛证券研究所

图表 50：水泥行业 2018 年以来景气高位波动



资料来源：数字水泥网、Wind、国盛证券研究所

3.2、重点公司

3.2.1、旗滨集团：全国原片龙头，光伏、药用玻璃拓展亮点十足

中期角度，供需紧平衡状态难以打破，下半年旺季刚需以及下游补库拉动下价格有望再创新高。中长期角度，基于供给端受环保、产业政策、窑龄等多重约束，我们看好玻璃高景气的韧性有望超预期。

中长期环保将重塑行业成本曲线，资源是长期超额利润主要来源，大型企业、优质产能受益。公司凭借资源优势中期盈利中枢提升。

份额提升、产业链延伸潜力可观，除深加工快速增长外，光伏玻璃、药用玻璃、电子玻璃持续发力，且行业竞争力逐步增强，公司中长期成长亮点十足。

(1)公司近期公告光伏玻璃新产线投资以及超白石英砂基地建设计划。光伏玻璃生产线

方面，公司拟投资 13.35 亿元于福建东山基地新建 1200t/d 生产线，拟投资 29.89 亿元于浙江宁海建设 2 条 1200t/d 生产线及配套码头。结合此前公司在郴州和绍兴两条 1200t/d 新建玻璃生产线，目前公司在建光伏玻璃产能合计 6000t/d，加上当前浮法生产线拟转产产能，公司光伏玻璃产能有望超过 8000t/d，对应超过 5 亿平年产能。其中转产浮法产线以及郴州、绍兴两条 1200t/d 生产线有望于年内达产贡献收入。石英砂资源方面，公司拟投资 4.64 亿元于湖南资兴获取石英砂采矿权并建设年产 57.6 万吨的超白石英砂基地，结合此前公司在石英砂资源特别是超白石英砂资源的前瞻储备，原材料方面的成本优势有望进一步加强。

(2) 此外公司醴陵电子玻璃业务已商业化运营，电子玻璃产品的市场占有率和品牌效应稳步提升，中性硼硅药用玻璃项目建设有序推进。2020 年电子玻璃子公司略有亏损，今年随着产品市场开拓的推进，盈利能力有望改善。

高分红率带来一定安全边际，同时有望享受成长性带来的估值溢价提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 40.0、43.4、45.8 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险、行业供给超预期增加、原材料价格大幅波动。

4、玻纤：受益外需弹性，享受高景气周期

行业供需紧张态势仍将延续，低库存与需求复苏支撑粗纱与电子纱价格延续上升通道运行，近期部分厂家报价继续调涨。我们判断中期外需随着汽车等制造业需求改善仍具备一定弹性，供需紧平衡或将前几轮维持更长时间，景气上行周期有望进一步拉长。

更为重要的是随着行业格局日趋清晰，“强者恒强”趋势下，龙头企业随着成本优势“正反馈循环”，将通过结构升级开启新一轮领先。（1）当前陡峭的成本曲线源于龙头企业通过生产装备、工艺技术实现的生产效率优势以及管理优势，反映在企业间生产环节的能耗、劳动生产率与要素成本的显著差距。当生产环节的技术进步速度减慢后，除了要素成本优势(如资源禀赋、产能布局)比较稳固外，劳动生产效率差异存在缩小可能。但较为陡峭的成本曲线带来不同梯队间现金“流量”的量级差异，积累为资本壁垒，体现为企业融资能力量级分化比产能规模、盈利体量更大，产生“马太效应”。头部企业长期在资本开支维度的领先，巨石推动“智能化”生产将在能耗和劳动生产率上进一步提升，而后段企业技改、扩张步伐缓慢。（2）需求结构升级将使得龙头企业的技术领先更多地外化为产品上的优势，基于客户、市场的壁垒更强，更具有积累性。包括交通轻量化带动的热塑产品广阔空间，以及叶片大型化引导的高强高模产品进一步升级，企业技术研发能力成为关键，龙头开启新一轮领先。

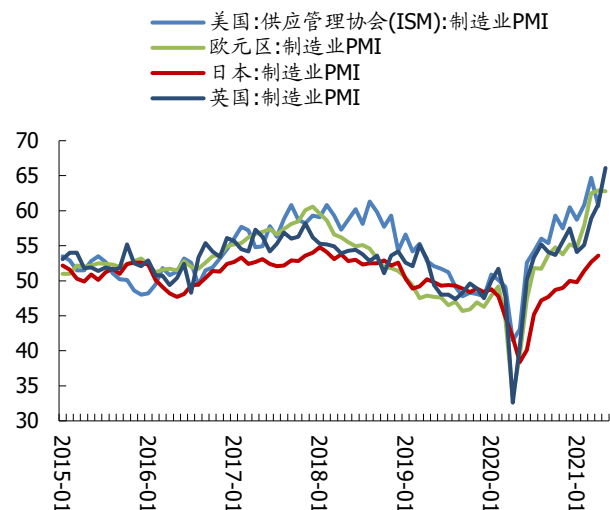
基于短期景气上行与中长期行业趋势，我们看好板块中具备核心竞争力的头部企业：中国巨石、中材科技、长海股份等。此外建议关注受益外需复苏，成长性良好的细分产业链龙头再升科技、赛特新材等。

4.1、持续受益外需改善，玻纤需求高景气有望延续

4.1.1、全球经济有望延续较强复苏态势

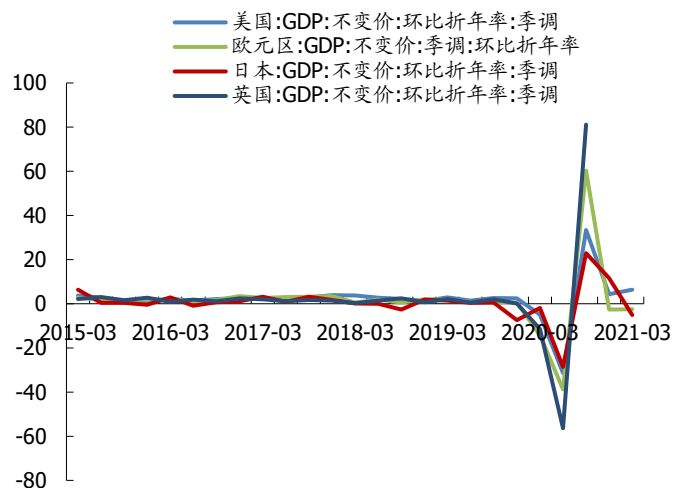
随着疫情发展的控制以及疫苗接种，全球经济强势复苏，但仍呈现不均衡性，发达经济体领先新兴经济体，美国需求在强财政刺激和美联储的宽松政策下是全球经济的核心驱动力，后续较强的外需复苏有望支撑玻纤需求高景气。从数据上来看，全球核心经济体制造业 PMI 仍在持续走高，GDP、工业产出等指标也在持续扩张，表征外需的强劲复苏。后续随着疫苗更为充分的接种下经济活动限制的放松，就业和生产的进一步修复，以及美国持续的财政刺激和美联储偏鸽派立场下的 taper 节奏，预计全球经济仍将延续较强的复苏趋势，玻纤需求端的高景气状态也将维持。

图表 51: 海外主要经济体景气持续上行



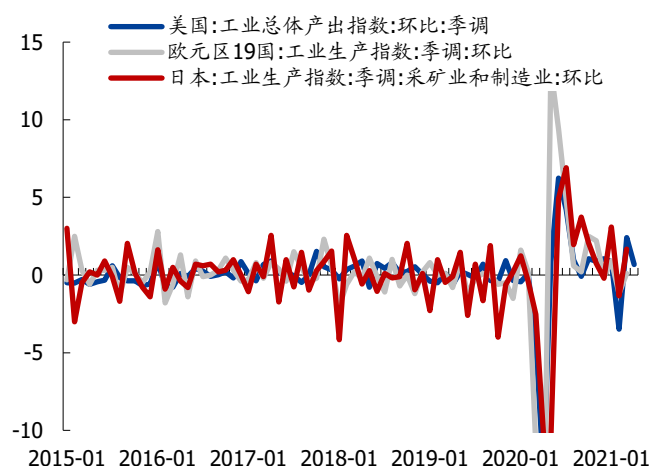
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 52: 美欧日经济 Q3 明显复苏 (%)



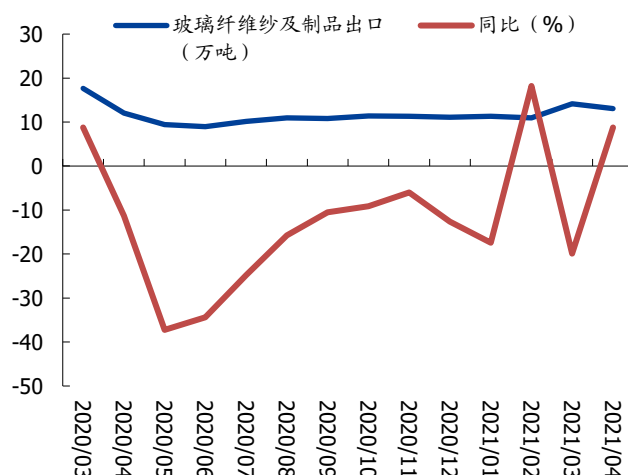
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 53: 美欧日工业生产指数环比持续修复



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 54: 全国玻纤及制品单月出口量有所恢复

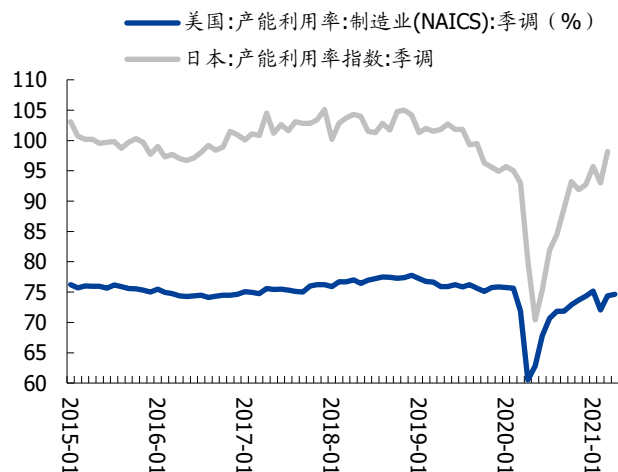


资料来源: Wind、国盛证券研究所

从玻纤及制品的海关出口数据来看,单月出口量呈现环比提升趋势,但同比增速相对较弱,预计与疫情影响下下游生产向国内的转移有关(财政刺激下海外消费需求的恢复快于海外供给端的修复),说明中国制造和供应链的稀缺性和稳定性优势在疫情期间进一步得到凸显。

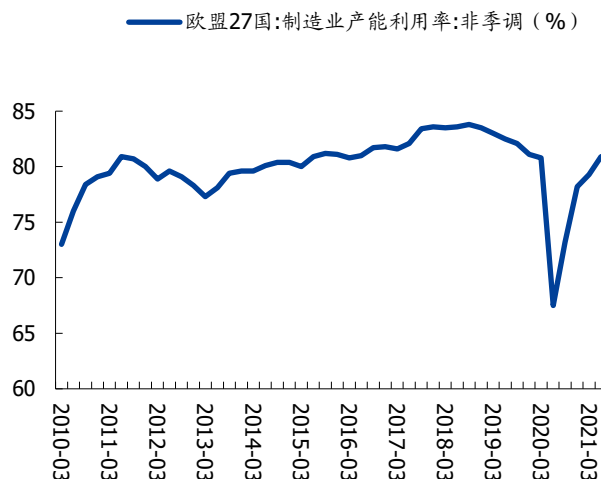
虽然随着疫情扩散的控制,经济活动恢复下海外发达经济体制造业产能利用率快速恢复,但目前尚未完全恢复到疫情前的水平。综合全球经济持续的复苏趋势以及我国供应链的优势,我们认为外需对于国内玻纤行业仍将延续较强的拉动作用。

图表 55: 美日工业产能利用率尚未完全恢复到疫情前的水平



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 56: 欧洲制造业产能利用率尚未完全恢复到疫情前的水平



资料来源: Wind、国盛证券研究所

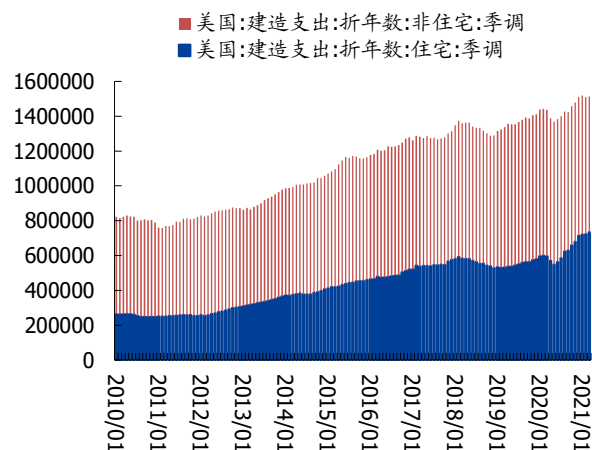
4.1.2、地产建筑家居链条是外需的结构性亮点

从下游细分需求来看,以美国地产为代表的海外地产建筑家居链条相关行业维持高景气,是今年玻纤外需增长的结构性亮点。首先,海外市场建筑建材领域玻纤复合材料应用的渗透率显著高于国内市场,例如美国市场的防水材料、屋面材料,日本市场的卫浴产品等;其次,与地产业景气高度相关的后端家居建材和家电品类也是玻纤复合材料使用的重要领域。

美国建筑业建造支出近月中枢已经超过疫情前 2019 年的水平约 10%,其中与地产景气关联度较高的住宅建造支出是关键的拉动因素。一方面,美国地产成屋和新屋近月的销售套数持续在历史高位,较疫情前的中枢水平有 20-30%的增长,对地产后端建材品类以及家居、家电品类的拉动非常显著。另一方面,由于美国成屋库存已经处于历史低位,较强的房屋销售和房价走势下,私人住宅新开工套数和许可数量也创出新高,带来可观的前端建材需求。

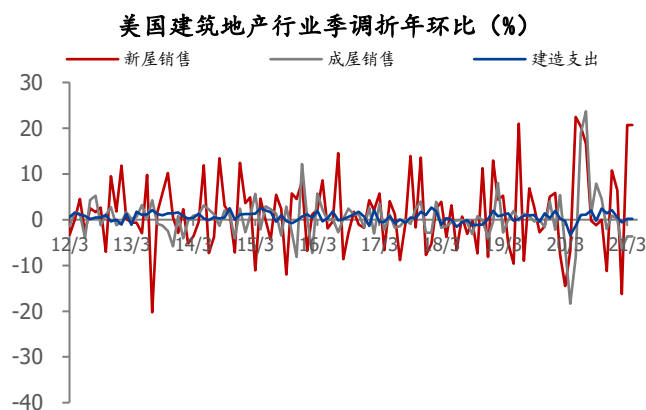
此外,欧元区营建产出等反映建筑业活动的指标随着疫情的控制和经济的复苏也有明显的改善,基本上已经恢复到疫情前的水平。

图表 57: 美国建造支出受住宅拉动自去年以来明显提升 (百万美元)



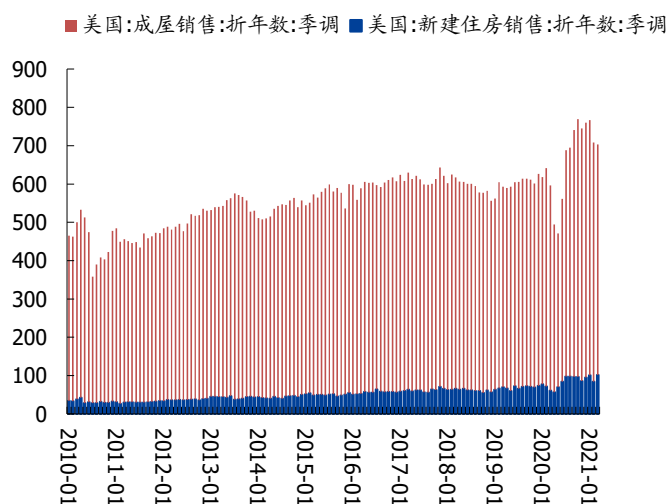
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 58: 美国地产销售、建造支出指标显著改善



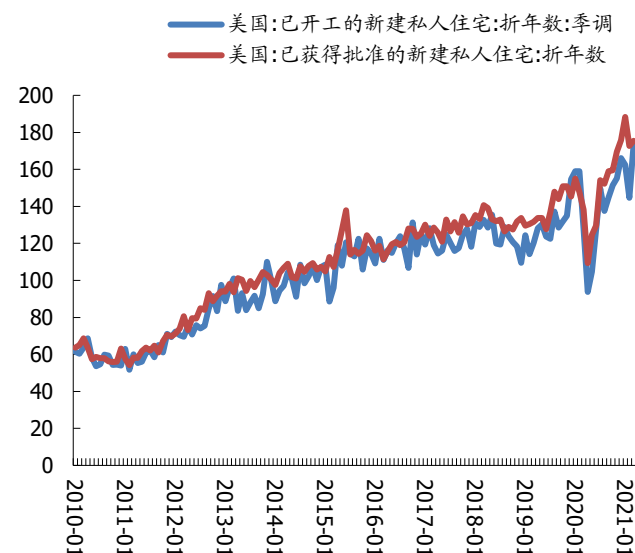
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 59: 美国地产销售仍然处于高位 (单位: 万套)



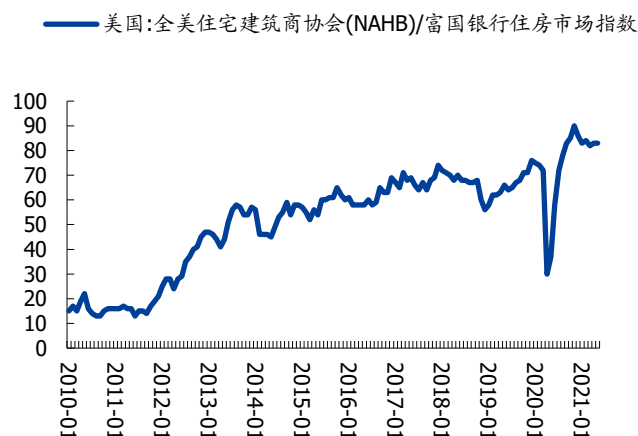
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 60: 美国私人住宅新开工套数和营建许可套数均处于高位 (单位: 万套)



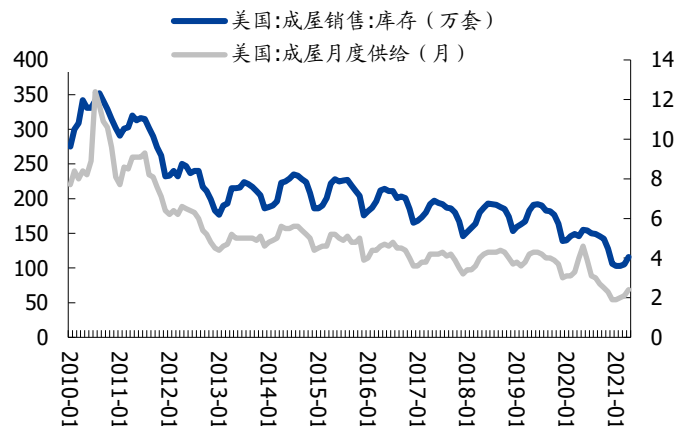
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 61: 美国住房市场价格指数反映市场仍处高景气



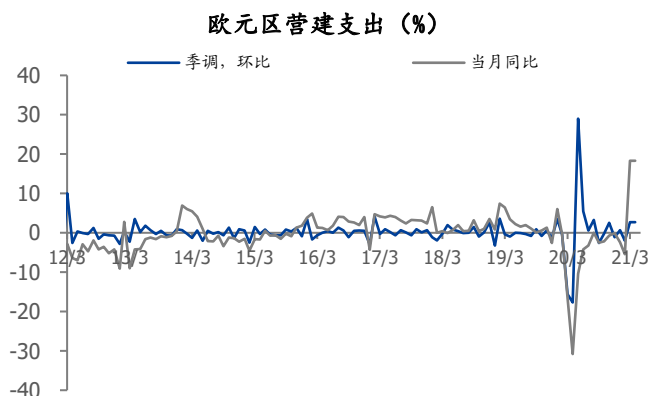
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 62: 美国成屋库存已处于历史低位



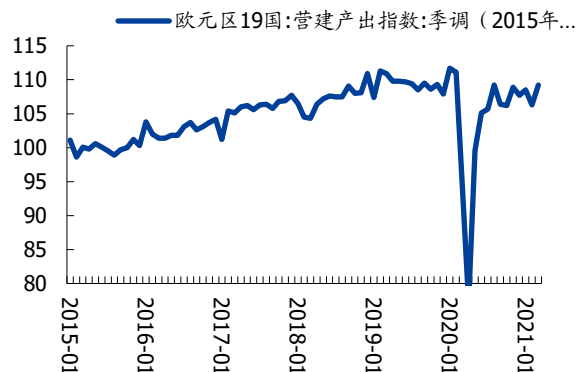
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 63: 欧元区营建支出持续回升



资料来源: Wind、国盛证券研究所

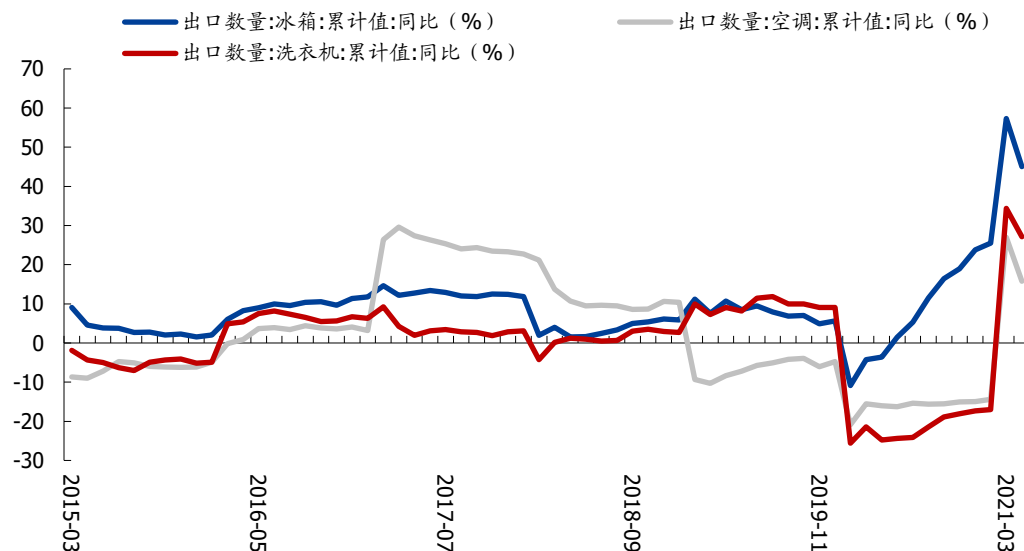
图表 64: 欧元区营建产出基本上已经恢复到疫情前的水平



资料来源: Wind、国盛证券研究所

海外家居地产链条的景气不仅反映在建造支出快速修复对相关建材品类需求的拉动,也反映在家电等品类出口的显著增长,对热塑、电子纱(布)等玻纤品类的拉动作用显著。一方面是疫情居家需求以及居民补贴对相关消费的刺激,另一方面也得益于国内供应链在疫情背景下对海外一定程度上的替代。从国内主要家电的出口数据来看,冰箱出口高景气延续,今年以来空调和洗衣机出口的提升也非常迅速。

图表 65: 家电出口维持高位

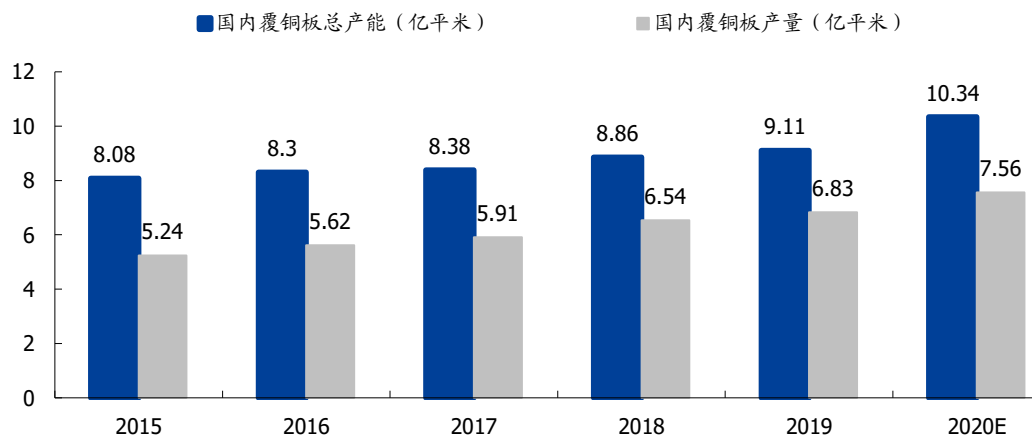


资料来源: Wind、国家统计局、国盛证券研究所

4.1.3. PCB 产业链量价齐升, 电子纱 (布) 需求有望延续强劲

国内覆铜板行业在 2019-2020 年经历了产能的集中投放, 从中国电子材料行业协会覆铜板材料分会 (CCLA) 的数据来看, 2020 年全国覆铜板产能和产量有望达到两位数, 也拉动了国内供应链条上电子玻纤纱 (布) 的需求增长。

图表 66: 2018 年以来国内覆铜板产能和产量呈现加速增长的态势



资料来源: 中国电子材料行业协会覆铜板材料分会、国盛证券研究所

短期来看, 覆铜板产业投资处于相对高位, 维持较快的产能扩张节奏, 有望持续拉动电子布需求增长。尤其是在我国新基建建设和 5G 应用市场的带动下, 我国大陆覆铜板项目投资、投产表现得非常活跃, 其这种投资、投产热度, 明显高于近几年其它年份, 掀起了一波覆铜板投建投产的新高潮。2020 年内, 我国覆铜板企业 (包括外资在我国大陆的投资企业) 中, 共投资兴建的 5 个立项项目、投建的 17 个项目, 以及投产的 10 个项目。

根据覆铜板材料分会 (CCLA) 的统计, 上述立项项目、投建项目投产后, 国内覆铜板产能将迎来大幅度的增长: (1) 17 个投建项目有望在 2021-2025 年逐年投放, 新增产能 15920 万平方米/年, 其中玻纤布基覆铜板产能约为 12302 万平方米/年; (2) 5 个立项

项目产能有望在 2021-2022 年逐年释放，合计有望新增玻纤布基覆铜板产能约 5500 万平方米/年。

终端市场景气度提升也将支撑 PCB 产业链的景气和扩张速度。一方面，疫情消费刺激以及需求恢复，叠加产品创新周期，消费电子需求回暖趋势明显。另一方面，汽车市场的进一步回升以及通信市场的复苏也有望拉动相关领域的 PCB 需求。

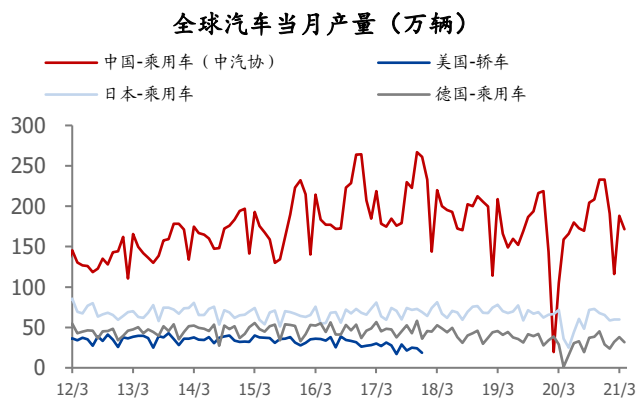
4.1.4、汽车需求恢复性增长，风电中长期需求也有较大潜力

(1) 汽车需求复苏仍有空间，新能源车将是结构性亮点

短期芯片供应不足和原材料价格上涨短期压制汽车生产环节，但终端销售仍在持续改善，反映为行业零售数据好于生产、批发环节数据。下半年随着芯片供应的逐步改善以及成本的传导，汽车生产仍有进一步恢复的空间，利好玻纤需求。

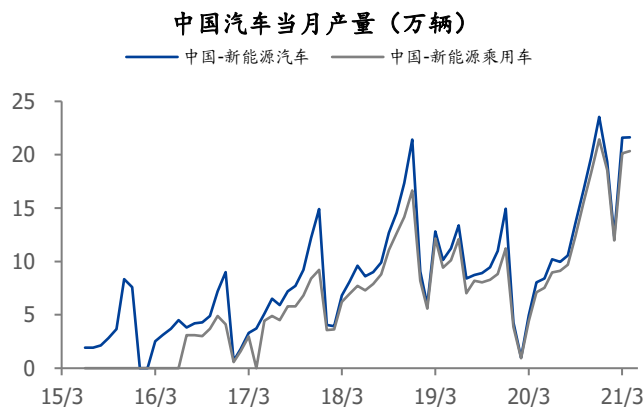
其中新能源车仍是结构性亮点，有利于玻纤单车用量的提升。美国新能源车补贴政策逐渐明朗，后续相关政策在年内有望陆续落地，而欧洲在补贴政策的刺激下新能源车销量高增长，加之国内新能源车消费需求持续释放的高增速，新能源车行业的高景气持续性较强。

图表 67: 芯片供应不足和原材料价格上涨背景下整车生产恢复较慢



资料来源：中汽协、国盛证券研究所

图表 68: 我国新能源车单月产量增长较快



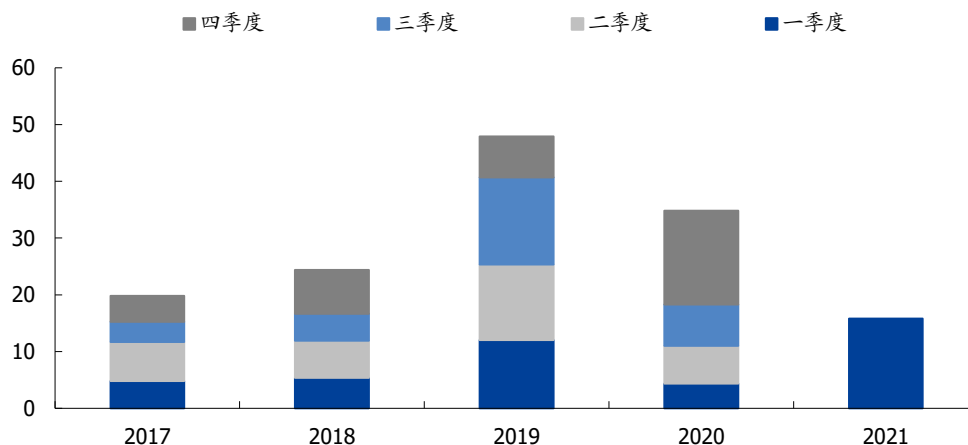
资料来源：中汽协、国盛证券研究所

(2) 风电需求中期存在超预期的可能性，波动幅度有望小于上一轮

中期来看，受益陆风平价和海风放量，十四五风电装机有望延续增长，2021 年新增装机量也有望维持较高水平。

其一，陆上抢装之后 2021Q1 风电招标需求仍处于较为旺盛的状态。根据明阳智能统计，Q1 国内风电公开市场招标量达到 15.82GW，几乎与去年四季度 16.54GW 的招标量持平，打破 2019 年创造的一季度招标记录 12.05GW。从招标项目所在地区来看，吉林、内蒙、甘肃、新疆、河北等三北地区招标占比居前，合计占比超过 70%，表明陆上风电在经历抢装潮之后，仍然具备较强的装机需求，对全年新增装机量有较强支撑。

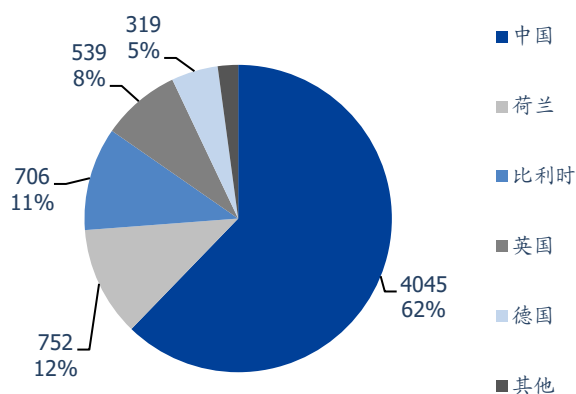
图表 69: 2021Q1 风电招标情况 单位: GW



资料来源: 明阳智能 2021Q1 业绩演示材料, 国盛证券研究所

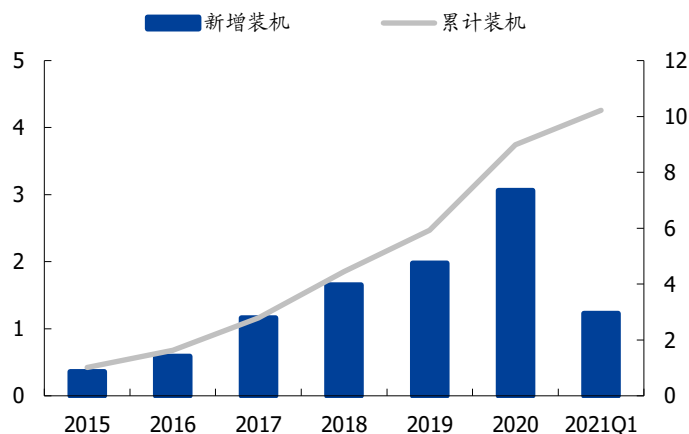
其二是海上风电进入快速发展期, 释放新增量。受补贴政策驱动, 2021 年将迎来海上风电的抢装潮。国内海上风电的大规模抢装从 2020 年就已拉开序幕, 根据彭博新能源财经的数据, 2020 年全年国内新增海上风电装机量 4.05GW, 同比增长接近 50%, 占全球新增装机的比重超过 60%。2021 年一季度, 国内海上风电新增并网装机 1.23GW, 截至一季度末, 累计并网装机量达到 10.22GW, 占全部风电装机的比重达到 3.6%, 相较于去年同期提升 0.7pcts。目前国内沿海主要省市均发布了支持海上风电发展的相关政策文件。

图表 70: 2020 年全球海上风电装机占比 单位: MW



资料来源: 彭博新能源财经, 国盛证券研究所

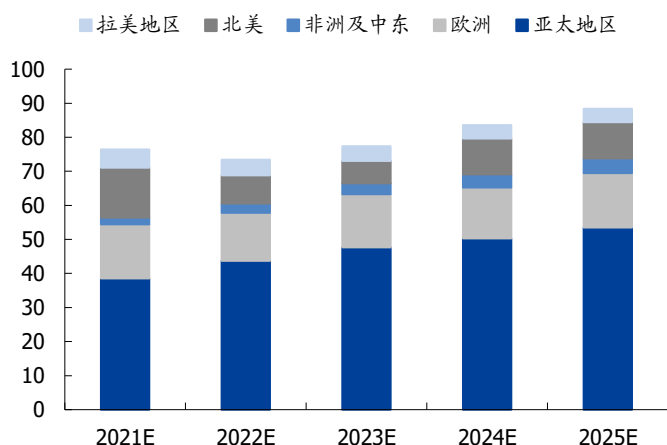
图表 71: 国内海上风电装机数据 单位: GW



资料来源: 2015-2019 年数据来源于中国风能协会, 使用装机量口径; 2019-2020Q1 数据来源于国家能源局, 使用并网装机口径; 国盛证券研究所

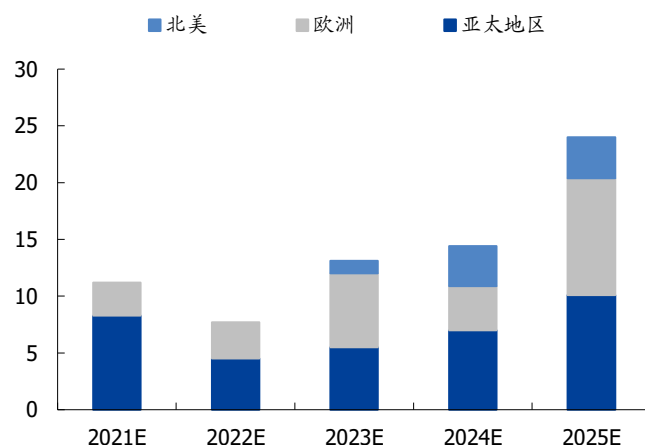
此外, 全球风能理事会也在上修 2025 年装机预期, 中性预期 2021~2025 年累计新增装机 469GW, 2021~2025 年陆上风电复合增速 4%, 海上风电复合增速 21%。在全球气候变暖的大背景下, 如果实现全球温升控制在 2℃ 以内, 2025 年前需要每年装机达到 180GW, 如果要在本世纪中叶实现碳中和, 到 2030 年每年新增装机要进一步增加到 280GW, 是 2020 年新增装机的 3 倍有余。风电新增装机需求量大。全球风能理事会全面上修未来五年年度新增装机预期, 中性预期 2021~2025 年累计新增装机 469GW, 预计到 2025 年, 年度陆上风电新增装机将达到 88.3GW (复合增速 4%), 海上风电装机将达到 23.9GW (复合增速 21%), 行业有望逐步摆脱周期, 实现稳步增长。

图表 72: 全球陆上风电市场分区域展望(2021-2025) 单位: GW



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

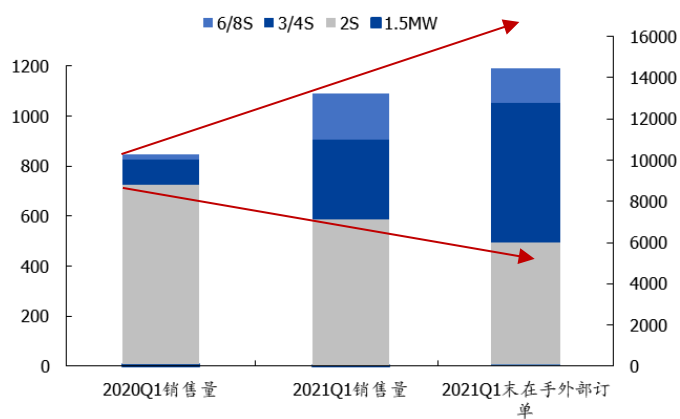
图表 73: 全球海上风电市场分区域展望(2021-2025) 单位: GW



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

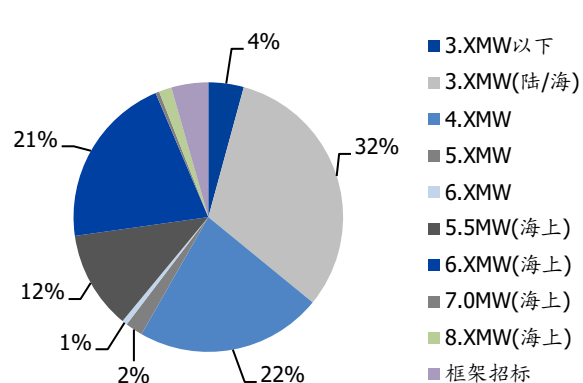
风机大型化、海风发展等趋势也有利于玻纤高端产品渗透率的提升。随着行业进入平价时代,在降本需求的推动下,风机大型化趋势越来越显著。2021 年一季度金风科技对外销售容量 1.09GW,同比增长 28.8%,其中 3/4S、6/8S 机型销量增长明显,分别为 318、187MW,占总销量的比例为 29.1%、17.1%,占比显著提升。截止一季度末,金风科技在手外部订单中,3/4S、6/8S 机型订单量分别为 6730、1704MW,占比分别为 46.6%、11.8%。而在明阳智能一季度末的在手订单中,订单总量为 15.77GW,3MW 以下的订单占比只有 4.2%,4MW 以上的订单占比超过 60%,机组大型化趋势明显。2MW 以上的机组一般风轮直径在 100 米以上,对应叶片长度大于 50 米。叶片大型化趋势对玻纤性能提出更高要求,进入壁垒更高,龙头企业享受更高的中枢盈利能力。

图表 74: 金风科技风机销售容量占比 单位: MW



资料来源: 金风科技 2021Q1 业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表 75: 明阳智能一季度末在手订单结构 单位: GW



资料来源: 明阳智能 2021Q1 业绩演示材料, 国盛证券研究所

(3) 国内市场中建筑建材领域需求预计具备韧性。

短期来看,基建投资在专项债发行额度和在建和储备项目体量支撑下有望延续正增长。地产投资在销售支撑下有一定韧性,受集中供地试点的影响 Q2-Q3 地产新开工有望阶段性超预期。我们判断国内建筑建材领域的玻纤需求有望延续平稳的态势。

4.2、中期产能投放加速，但更为优化的格局下，景气韧性有望好于上一轮

供需紧张推动行业盈利攀升至历史高位，企业扩产意愿和扩产能力显著提升，随着行业资本开支计划的增长，我们测算中期行业产能投放或将明显加速，其中 2021 年内粗纱有效产能约增加 40 万吨，恢复到行业产能投放的节奏，2022 年新增产能投放量或将同比增加。

图表 76：导致 2021 年玻纤行业产能增加的生产线变动

企业名称	基地	生产线	年产能 (万吨)	种类	备注	预计 2021 年有效 产能增加 (万吨)	2021 年设计产能变 动 (万吨)
山东玻纤	格赛博	格赛博 1 线	8	无碱	2020 年 5 月点 火	3.67	
泰山玻纤	泰安	新区 7 线	10	无碱	2020 年 5 月点 火	5.00	
中国巨石	桐乡	智能制造 2 线	15	无碱	2020 年 6 月点 火	6.25	
中国巨石	成都	智能 1 线	13	无碱	2020 年 7 月点 火	5.42	
中国巨石	成都	智能 2 线	12	无碱	2020 年 8 月点 火	3.00	
邢台金牛	邢台	3 线	10	无碱	2021 年 3 月点 火	6.67	10
中国巨石	桐乡	智能制造 3 线	15	无碱	2021 年 5 月点 火	6.25	15
长海股份	常州	3 线	10	无碱	预计 2021 年 6 月点火	4.17	10
粗纱合计						40.42	35.00
中国巨石	桐乡	电子纱 2 线	6	电子纱	2021 年 3 月点 火	4.00	6
电子纱合 计						4.00	6.00
合计						44.42	41.00

资料来源：卓创资讯、国盛证券研究所

图表 77: 导致 2021 年玻纤行业有效产能减少的生产线变动

企业名称	基地	生产线	年产能 (万吨)	种类	备注	预计有效产能增加 (万吨)	2021 年设计产能 变动 (万吨)
邢台金牛	邢台	1 线	4	无碱	于 2021 年 2 月中下旬冷修, 已于 3 月中旬点火	-1	
泰山玻纤	邹城	4 线	6	无碱		-1.5	
山东玻纤	沂水	3 线	3	无碱	计划于 2021 年 6 月冷修, 计划年底前点火, 3 万吨改 10 万吨	-0.75	7
欧文斯科宁	余杭	1 线	8	无碱	于 2020 年 11 月下旬冷修, 于 2021 年 1 月上旬点火	-2	
四川威玻	威远	6 线	5	无碱	已于 2021 年 3 月冷修, 3 万吨改 5 万吨, 并于 5 月点火烤窑	0	2
合计						-5.25	9.00

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 78: 2022 年国内有望点火的玻纤生产线

企业名称	基地	生产线	年产能 (万吨)	种类	2022 年设计产能变动 (万吨)
邢台金牛	邢台	4 线	10	粗纱	10
泰山玻纤	泰安	新区 9 线	10	粗纱	10
中国巨石	桐乡		15	粗纱	15
重庆国际	重庆	F12	15	粗纱	15
三磊玻纤	重庆	S02	10	粗纱	10
粗纱合计					60
泰山玻纤	邹城		6	细纱	6
中国巨石	桐乡		6	细纱	6
细纱合计					12

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

考虑到外需进一步恢复以及汽车等细分行业的回升, 尽管行业新增产能投放加速, 但我们测算短期行业供需紧平衡难以被快速破坏, 行业低库存状态仍将持续一段时间。基于原纱内需增长 4% 和出口增长 5% 的中性假设, 我们测算 2021 年原纱库存将削减 0.2 个月, 2022 年行业库存有望延续中低水平。库存的增加速度也将较为平缓, 因此此轮景气

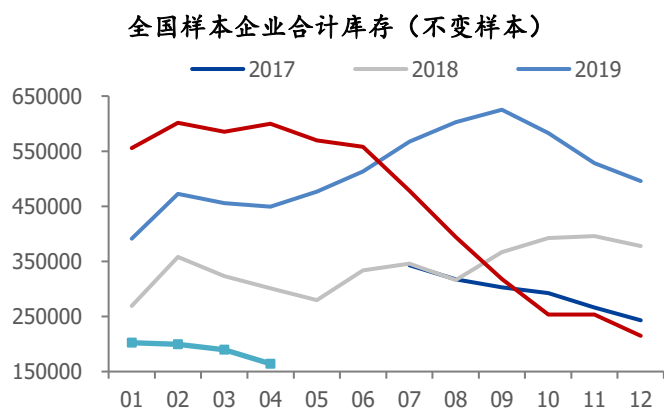
的持续性有望好于上一轮。但明年集中的产能投放或对景气带来一定的压力。

图表 79: 国内玻纤行业供需平衡表

	国内玻纤产量/供给	国内企业库存变化假设		国内企业绝对库存水平假设	国内玻纤原纱需求测算					
	(万吨)	(万吨)	(月)	(月)	原纱内需 (万吨)	yoy	出口 (万吨)	yoy	合计 (万吨)	yoy
2019	501	16.7	0.4	1.8	423	10%	61	-7%	484	
2020	495	-33	(0.8)	1	474	12%	53.7	-12%	528	
2021E	535	-8.9	(0.2)	0.8	484	2%	60.1	12%	544	3%
2022E (需求悲观假设)	585	29.4	0.6	1.3	494	2%	61.9	3%	556	2%
2022E (需求中性假设)	585	18.5	0.4	1.1	503	4%	63.1	5%	566	4%
2022E (需求乐观假设)	585	7.7	0.2	0.9	513	6%	64.3	7%	577	6%

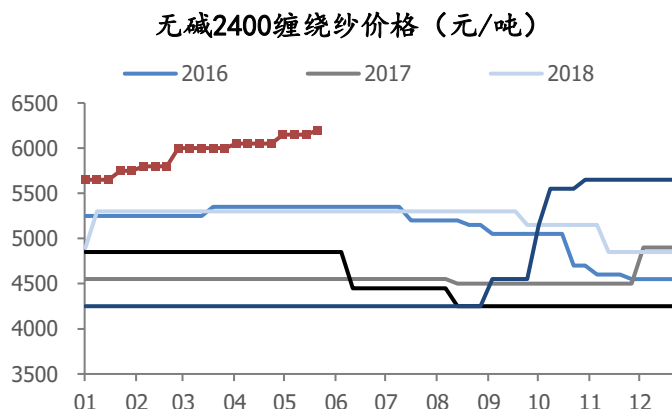
资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 80: 全国玻纤库存仍然处于低位



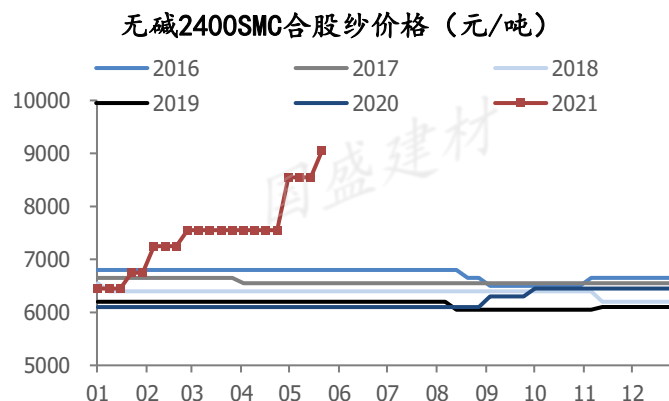
资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 81: 缠绕纱价格高位震荡



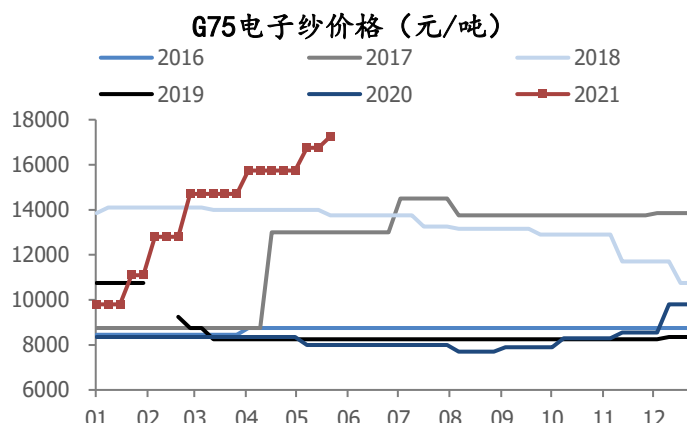
资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 82: 无碱 SMC 合股纱价格延续上行的趋势



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 83: 电子纱价格近期显著回升

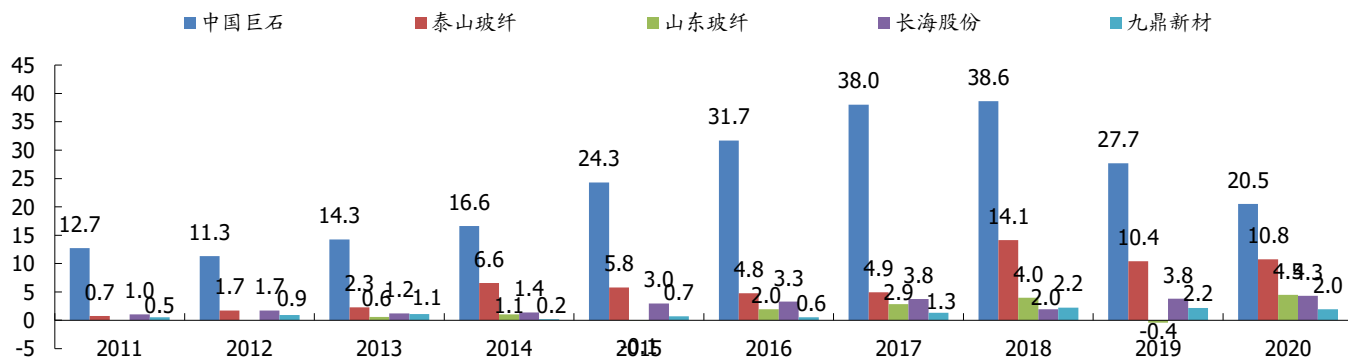


资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

4.3、强者恒强是长期趋势，关注龙头扩品类和延伸产业链的能力

玻纤行业格局已经清晰，虽然行业成本曲线斜率或缩小，但是强者恒强仍然是行业的长期趋势。若单纯从当前成本差异的因素来看，随着生产装备、工艺技术的推广，以及后进企业技改的推进，当生产环节的技术进步速度减慢后，除了生产要素成本优势（例如资源禀赋、产能布局）比较稳固外，劳动生产效率的差异有可能缩小。但我们认为对于玻纤这一重资产行业，长期成本优势所积淀的巨大资本资金优势会使得行业“强者恒强”的局面延续并深化，落后者的后发赶超难度越来越大。

图表 84: 龙头企业现金流优势巨大



资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所

除了成本维度的追赶难度外，需求结构的升级将使得龙头企业的技术领先更多地外化为产品上的优势，基于客户、市场的壁垒更强（例如产品研发试验、认证周期、客户粘性等等），更具有积累性。可以看到，随着玻纤复合材料在交通、风电领域渗透率的提升和产品结构的升级，中高端需求获得了更为持续和快速的增长，占比也日益提升。结构升级的趋势在国内企业的产销结构中得到充分体现。

龙头企业综合实力不断增强背景下，企业也通过品类扩展和产业链延伸进一步强化自身在玻璃纤维和下游制品环节的竞争力。这些领域的工艺技术、客户等要素与企业原有业务具有较强的协同性，将显著增强公司的全产业链能力，也将带来新的业绩增长点。

(1) 巨石进入电子纱（布）领域，在成本等维度做到行业领先水平，未来将进一步大

力扩张产能，提升市场份额。此外，围绕下游复合材料应用趋势，短切热塑等中高端产品也将成为公司下一步产能扩张的重点。

- (2) 长海加大对中上游玻璃纤维生产的布局，拟投资建设 60 万吨高性能玻璃纤维智能制造基地。

4.4、重点公司

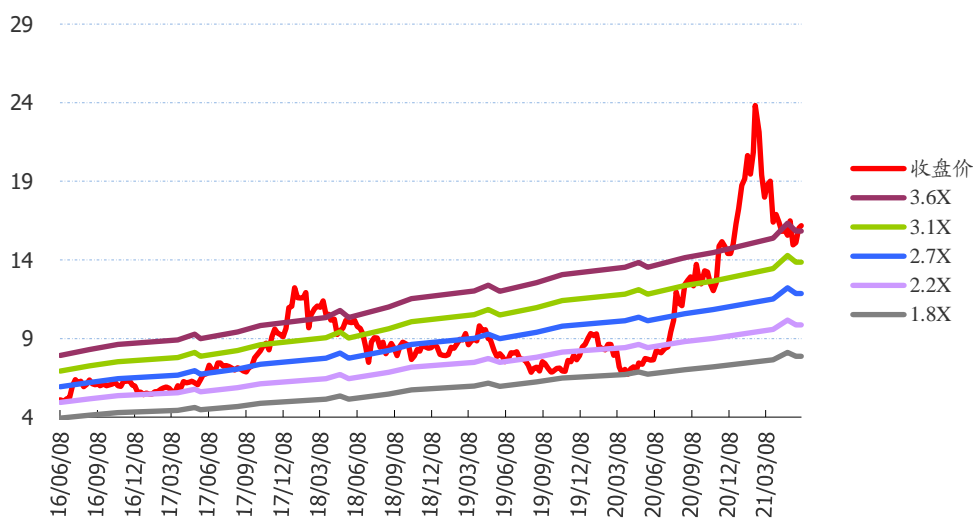
4.4.1、中国巨石：成本领先+结构升级，海外扩张强化全球竞争力

公司产能规模位居全球第一，且牢固占据成本曲线的领先地位。截至 2020 年底，公司在产产能规模接近 200 万吨，国内产能规模与海外布局均领先国内同行。

中长期产品结构升级和品类延伸，技术优势将外化为更强的产品壁垒。下游交通轻量化、风电叶片大型化和电子技术进步等带来的需求升级和技术发展，对玻纤产品的机械性能、使用特性提出了更高的要求。这一过程中，公司的技术优势将形成更强的产品壁垒，更难以被后发企业复制，同时受益于中高端比例提升，差异化竞争也将提升产品盈利水平和稳定性。巨石进入电子纱（布）领域后，已经在成本等维度做到行业领先水平，未来将进一步大力扩张产能，提升市场份额。此外，围绕下游复合材料应用趋势，短切热塑等中高端产品也将成为公司下一步产能扩张的重点。

海外扩张，“以外供外”，强化全球竞争力。“三地五洲”战略持续推进，公司的海外布局不单是单纯的产能和地域扩张，更有力地强化了公司全球竞争力。一方面，海外布局生产基地贴近市场缩短运距，依托成熟的复合材料市场提升技术和人才储备，另一方面，“以外供外”可有效规避贸易风险。

图表 85：中国巨石 PB-band



资料来源：Wind、国盛证券研究所

风险提示：市场竞争风险、原材料价格波动风险、下游需求波动风险。

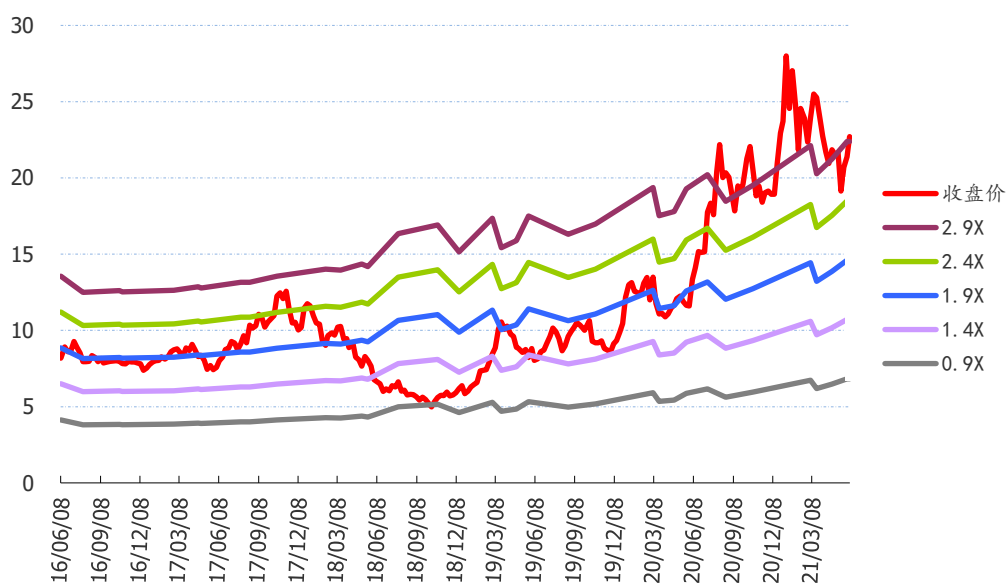
4.4.2、中材科技：玻纤成本持续迭代，锂膜主业有望继续改善

玻纤业务：产能迭代下成本显著下降，此轮行业景气复苏过程中公司的盈利弹性将更为可观。

风电叶片：十四五风电装机或超预期，公司海外客户扩展也具备亮点。

锂膜：逆势扩张，效益有望继续改善。公司虽后发进入锂膜行业，但定位高远、积极逆势扩张，当前建设项目建成后，公司将具备16亿平方米以上基膜产能，有望在行业洗牌期实现逆势赶超。收购湖南中锂后，公司能够提供同步及异步两种技术路线多规格产品，满足客户全方位多层次需求，且通过差异化定位加速份额的提升。随着公司工艺技术经验不断积累，良品率、产品认可度提升，竞争力加强。同时与ESSOP、大橡塑出资设立装备公司，不仅将保障后续中材锂膜扩产进度，也有望进一步节约装备投资成本，降低公司生产成本。我们判断2021年锂膜出货有望继续放量，经营效益有望显著改善。

图表 86：中材科技 PB-band



资料来源：Wind、国盛证券研究所

风险提示：市场竞争风险、原材料价格波动风险。

4.4.3、再升科技：“干净空气”领军者，开启高增长期

国内“干净空气”新需求不断兴起，有望迎来快速增长期，长远市场空间广阔。除了传统工业领域受益于国内先进制造业的快速发展有望加速增长外，在我国随着各行各业和人民生活对环保、对空气质量要求的日益提升，室内公共空间、餐饮油烟、个体安全防护、动植物养殖、汽车等新兴领域需求具有巨大的潜力。

工业应用领域随着以电子为代表的先进制造业国产替代加速，将拉动长周期的生产线建设与对应的洁净设备、滤纸需求。根据在建项目，我们测算未来年复合增速有望加快。畜牧业新风是干净空气新兴需求的代表。随着规模化养殖的推广以及对养殖场空气净化重要性认识的提升，近年来已经进入了快速推广期。而短期生猪养殖行业的高盈利企业资本开支显著扩张，加速提升场区生物安全防控、扩大生猪养殖产能，进而加快过滤材料与空气过滤设备的应用速度。

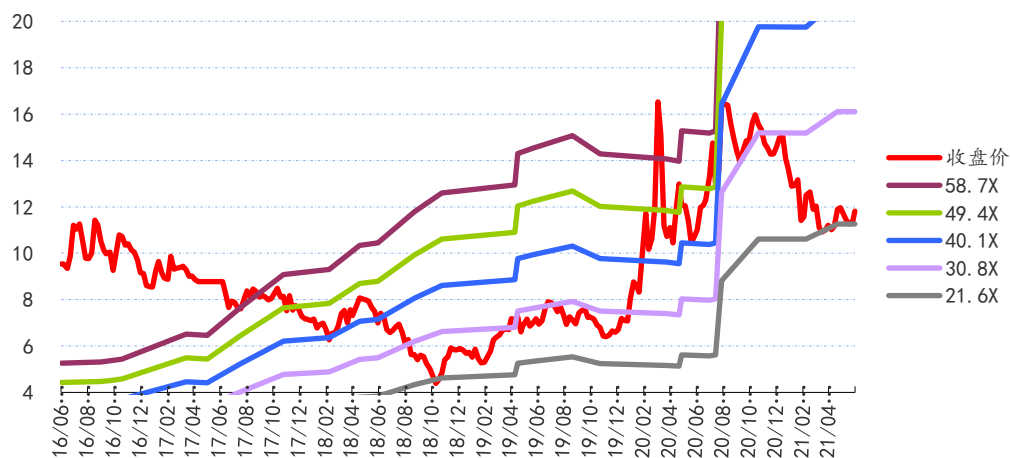
室内公共空间、个体安全防护也有可观增量。新型冠状病毒肺炎在全球爆发不仅有望提高社会对室内公共空间空气安全的重视程度，加速我国新风系统普及率的提升。同时也将拉动公共医疗领域的“补短板”需求。民用住宅新风、汽车等是未来有望兴起、空间可观的蓝海市场。

公司作为国内“干净空气”的领军企业率先形成了基于核心技术研发平台，从材料制造到制品、设备再到终端用户服务的产业链一体化布局。公司上市以来借助资本优势实现了加速扩张，盈利能力稳步提升，并通过股权激励深度绑定核心团队。基于过滤材料和设备端行业格局，我们认为公司是国内最有能力把握“干净空气”增长机遇的企业之一，将开启新一轮高速增长期。

公司依托玻璃棉原料优势和产品研发优势，保温板块布局完善，是国内使用玻璃棉作为原料的VIP芯材龙头企业，掌握成本更优的干法技术。碳中和背景下随着建筑、电器等民用领域能耗标准的提升，公司保温板块也有望进入快速增长期。

我们判断公司未来三年业绩有望较2019年快速增长。一方面得益于公司产能扩张与市场需求拉动下过滤材料的产销两旺、加速增长；另一方面得益于畜牧业新风、电子洁净室工程需求增量拉动的过滤净化设备增长。

图表 87: 再升科技 PE-band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

风险提示: 宏观经济波动风险、原材料价格波动风险、下游需求波动风险。

5、水泥：中期景气具备韧性，估值修复潜力可观

1.低库存背景下，基于后续地产赶工带来的需求超预期可能以及供给端的约束，下半年旺季景气有望超预期。

随着部分地区进入雨季，国内水泥市场需求有所减弱，价格上行趋缓。短期来看，上半年旺季需求韧性以及较好的错峰执行使得全国库存仍处历史同期的中低水位，后续局部地区环保管控有望边际增强，加之后续地产新开工和施工受到集中供地试点供地节奏的影响或迎来加速，拉动 Q2-Q3 水泥需求，我们判断后续淡季水泥价格有望强于预期，下半年旺季水泥价格具备较好弹性，景气有望超预期。

2.中期来看，虽然行业需求缺乏弹性，但行业产能利用率仍然高位运行，碳中和背景下供给侧或持续超预期。水泥行业本身的供需关系不会边际恶化，行业产能利用率将维持高位震荡，中性假设下我们测算行业剔除错峰后产能利用率 98.1%，景气下行风险小。此外，不仅在 PPI 上行周期中，水泥价格中枢将进一步抬升，全年行业盈利也有望再上新台阶，主要公司盈利增长有望逐季提速。而且碳中和背景下随着相关政策的出台落地，产业政策和供给约束或持续趋严，提升行业盈利中枢和稳定性。

3.高现金流和高分红下板块低估值优势凸显。目前板块估值仍处历史中枢偏下位置。

在市场风险偏好降低，宏观层面政策风险释放的背景下，随着节后开工及上半年需求韧性得到验证，以及碳中和背景下供给侧收缩或超预期，水泥股业绩与估值背离的修复空间可观。

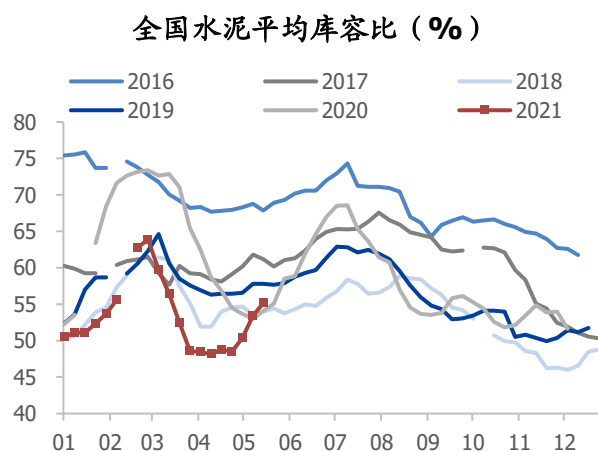
水泥板块中期业绩具备较好确定性，看好后续估值修复潜力。

(1) 中期 EPS 复合增速更快的标的超额收益更为显著。重点推荐华新水泥（短期受益湖北投资回补，公司盈利具备一定弹性且有望超预期，中期骨料、混凝土等产业链延伸增量，盈利和估值上修潜力可观）；推荐冀东水泥、上峰水泥、祁连山、塔牌集团等。

(2) 水泥是碳排放量最大的工业部门之一，控产量是实现碳达峰的核心手段，我们认为中长期产业政策导向将强化错峰生产和产能置换等供给约束措施，有利于产能严重过剩区域和输出型区域产能利用率和盈利中枢提升，推荐宁夏建材、冀东水泥等北方水泥标的。

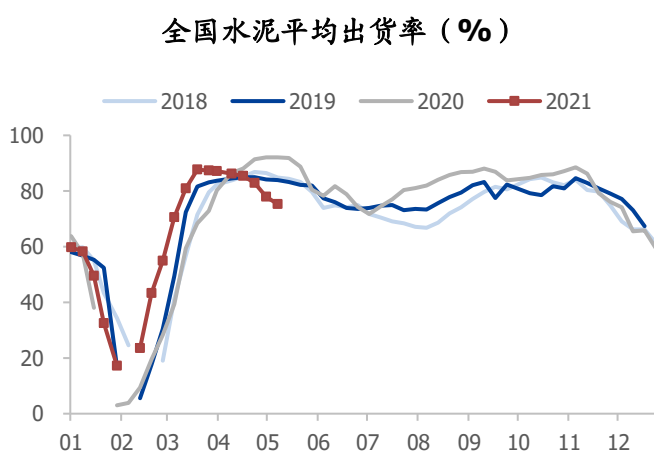
(3) 龙头水泥企业的现金流与高分红价值凸显，以及中长期产业链延伸、海外布局以及潜在整合能力值得重视，推荐海螺水泥、华新水泥、天山股份（中建材水泥）、万年青等。

图表 88：全国水泥库存仍处中低水平



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 89：全国水泥出货情况



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

5.1、供给端：整体格局未变，碳达峰下供给约束进一步趋严

5.1.1、供给端：中期新增产能冲击有限

置换项目增加趋势下，2021 年净新增产能边际增加，但对全国整体格局影响可控。随着早期置换项目和延续建设项目的完成，预计 2021 年新增产能主要为此前公示的产能置换项目。根据数字水泥网，结合公示时间和建设进度，我们预计全年新投产熟料生产线约 3500 万吨/年，同比上年多增加约 900 万吨/年，剔除有效置换后预计净新增约 2000 万吨/年，相当于全国熟料产能的 1.1% 左右，同比上年多增加约 500 万吨/年。从区域上来看，净新增产能主要集中在云南、广西等需求增长较快的区域，其中区域产业政策已进行调整，因此我们判断区域内部将面临一定的供给冲击，但难以影响全国整体格局。

产能置换政策修订对置换条件和置换比例进一步收紧，供给总量把控趋严。2020 年 12 月工信部原材料司面向社会各界公开征求对《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》的意见。相较于工信部原《2017 年办法》，核心思路为通过提升置换比例、严肃置换细则、进行分类管控等基本政策思路，以引导行业进一步化解产能、深化供给侧改革。其中水泥熟料产能置换中，大气防治重点区域、非大气防治重点区域的水泥熟料产能置换比例分别由过去的 1.5: 1、1.25: 1 提升至 2:1、1.5: 1。在置换条件上要求 2013 年以来连续停产两年的生产线不得用于置换。《问答》中为“已停产两年或三年内累计生产不超过一年的生产线”。

从近期公示的产能置换方案趋势来看，“真实减量”的置换方案比重大幅提高，即置换指标来源已经由过去的闲置产能为主转变为在产产能为主，带来的净新增产能也将逐步减少。

图表 90：2020 年分区分熟料产能增加情况及影响测算

省区	设计年 产能 (万吨)	退出年 产能 (万吨)	其中： 本省区 (万吨)	退出 2500t/d 及以上生产线 年产能 (万吨)	其中： 本省区 (万吨)	净新增 (万吨)	其中： 本省区 (万吨)	所在省区 2019 年底设计产能 (万吨)	本省区净新 增占比
浙江	223	465	465	465	465	-242	-242	5720	-4.2%
湖北	285	290	290	195	195	90	90	6504	1.4%
广东	496	0	0	0	0	496	496	9936	5.0%
广西	249	241	0	0	0	249	249	8231	3.0%
四川	78	0	0	0	0	78	78	11033	0.7%
贵州	434	0	0	0	0	434	434	8931	4.9%
云南	574	636	527	277	209	297	364	8882	4.1%
西藏	202	211	0	150	0	52	202	636	31.8%
全国合计	2540	1843		1087		1453		181774	0.8%
泛京津冀	0	0	0	0	0	0	0	37146	0.0%
长三角	223	465	465	465	465	-242	-242	25439	-1.0%
两广	745	241	0	0	0	745	745	18167	4.1%

资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

5.1.2、错峰生产力度延续，碳中和政策背景下产能发挥限制或将趋严

错峰生产政策在“十四五”将得到延续，随着市场集中度的提升和新增产能的整体受限，行业整体协同态势的松动和供给端的大幅放松是小概率事件。从 2020-2021 年已披露省区的错峰生产方案来看，多数省区错峰力度基本维持。其中力度明显趋于严格的是山西省，采暖季错峰时长将延长一个月，而东北地区错峰力度将有所放松，主要是今年赶工等因素，错峰停窑起始时间较以往推后，停窑时长将明显缩短。

碳达峰政策背景下水泥行业的产能发挥限制或将趋严。2020 年我国水泥行业碳排放当量为 12.3%，约占全国碳排放总量 10%以上，是碳排放量最大的工业部门之一。其中过程排放（碳酸盐分解等）占排放总量 60-65%，燃料排放占 35-40%。因此短期通过技改手段能够在一定程度上提升能耗指标，从而降低单位水泥碳排放，但中长期实现碳达峰和中和的目标，控产量将是重要的手段，同时加以远期碳捕捉和储存以及低碳水泥的改进等先进技术。我们认为中长期产业政策导向将强化错峰生产和产能置换等供给约束措施，有利于产能严重过剩区域和输出型区域产能利用率和盈利中枢提升，

中期全国供应能力的增长极为有限，仅西南的云南、西藏和广西地区阶段性面临一定冲击。我们测算全国 2021 年剔除错峰后供给能力同比增长 1.2%，主要是东北地区、西南地区、两广地区供给能力增长所致（如下表所示）。其中东北地区供给能力增长主要是错峰天数减少、西南地区、两广地区供给能力增长均主要是新增产能所致，其中西藏、云南、广西等地供给能力扩张较为明显。

图表 91：2021 年全国分区域剔除错峰后水泥供给能力增幅测算

剔除错峰生 产的供应能 力（万吨）	全国	泛京津冀	长三角	两广	华北 地区	东北地区	华东地区	中南地区	西南地区	西北地区
同比上年变 化										
2016	-8.9%	-23.3%	-2.9%	6.4%	-23.2%	-23.9%	-7.2%	-3.9%	0.2%	-17.7%
2017	-4.4%	0.4%	-2.6%	-1.7%	1.0%	-4.3%	-2.8%	-4.2%	-13.3%	4.2%
2018	-2.8%	-3.1%	-8.2%	2.9%	-7.6%	1.8%	-5.2%	2.7%	-2.7%	-5.7%
2019	0.9%	-1.2%	1.6%	2.0%	-4.2%	7.6%	1.1%	2.6%	2.3%	-3.7%
2020E	0.3%	-2.4%	-1.0%	2.4%	0.4%	0.0%	-0.4%	0.3%	0.9%	0.4%
2021E	1.2%	-2.3%	-0.4%	3.1%	-3.9%	13.2%	-0.1%	1.2%	2.8%	1.3%

资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

5.2、中期供需边际变化不大，景气高位震荡

水泥产量与高频发货数据印证年后以来水泥需求较快的恢复节奏和韧性，结构上基建投资有所加速，地产开工端受到集中供地试点的表现相对较弱，后续有望加速。（1）从国家统计局数据来看，1-3 月、1-4 月全国水泥产量增速分别为 47.3%、30.1%，两年平均增速分别为 5.9%、5.5%。水泥产量两年平均累计增速为仅次于 2019 年的同期最高值，反映今年水泥需求节奏属于历史同期较快的水平，与 2019 年的情况较为类似，原因上一方面是就地过年政策为年后复工奠定良好的基础，另一方面与下游项目储备较为充足且资金面尚可有关。（2）1-4 月地产投资、销售面积、新开工面积、竣工面积和土地购置面积两年平均增速分别为 8.4%、9.3%、-4.1%、0.4%和-4.0%，除了竣工面积增速外，地产拿地到新开工端表现明显弱于销售、施工端，除了房企融资约束外，预计另一重要因素是集中供地试点影响。根据已经公布供地计划的部分试点城市，多数 3 月未供地，而 4 月开始上半年的供地高峰期。我们预计在集中拿地后房企出于货值考虑也会加速新开工和施工。虽然后续地产销售增速或面临一定下行压力，但随着供地节奏及新开工的

传导，后续地产新开工增速有望回升，存在一定超预期的可能性。

后续需求或有一定下行压力，但预计全年水泥需求将较为平稳。年后需求较快恢复，有资金面和项目储备的双重支撑，但 3 月以来城投与地产等领域信用的收紧以及上游材料价格大幅上涨对施工进度的影响使得近期需求增速环比有所回落。经济持续恢复以及通胀压力之下，基建、地产资金面仍然承压，但我们认为全年角度需求仍将较为平稳。地产销售以及后续新开工赶工支撑下，我们预计地产投资仍有韧性；基建投资有专项债额度和存量项目支撑，增速回落幅度会较为有限。

基于需求平稳的假设，水泥行业产能利用率仍然落在高位，供需延续紧平衡状态，行业景气将高位震荡。按照 2021 年全国水泥产量同比增长 1% 的中性预测，（在悲观、乐观需求情景下分别假设全国水泥产量分别同比变动 -3%、+4%），我们测算 2021 年全国熟料剔除错峰后产能利用率分别为 98.6%、95.7%、101.6%，较 2020 年分别 -0.2pct、-3.1pct、+2.8pct。

图表 92：2021 年我国熟料产能利用率测算

	实际产能/供应能力测算（万吨/年）		熟料产量（万吨）	产能利用率	
	剔除错峰后	未剔除错峰		剔除错峰后	未剔除错峰
2015	187698	198578	133487	70.5%	67.9%
2016	171052	200936	137614	80.1%	68.9%
2017	163442	199701	139966	85.3%	69.9%
2018	158815	199528	142269	89.6%	71.3%
2019	160290	199365	152325	95.0%	76.4%
2020E	160737	201010	158800	98.8%	79.0%
2021E 悲观需求情景	162613	202519	155624	95.7%	76.8%
中性需求情景	162613	202519	160388	98.6%	79.2%
乐观需求情景	162613	202519	165152	101.6%	81.5%

资料来源：国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

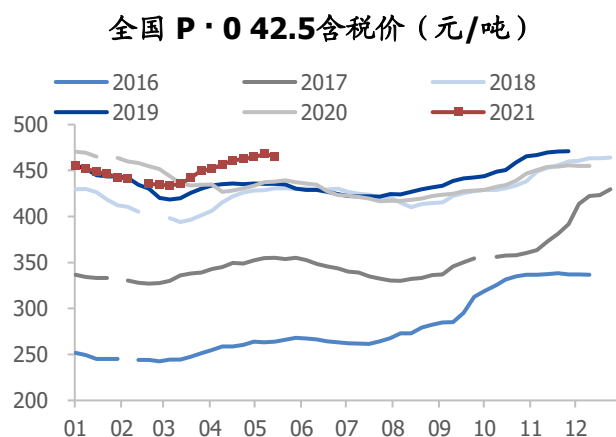
由于需求弹性较弱，影响不同区域景气走向差异的主要将是供给侧因素。（1）一是碳达峰背景下产业政策收紧以及环保压力增大，泛京津冀区域、西北区域供给端格局有望延续改善的趋势，景气中枢也有望缓慢上行。（2）二是区域整合和行业协同优化带来的市场格局改善将景气回升，例如东北地区。（3）此外，长三角、两广区域景气将在高位震荡，（4）产能释放集中的云南、贵州等市场将继续面临供给冲击的考验，对西南地区整体景气仍将有一定压力。

图表 93：2021 年全国分区域供需关系预测

	剔除错峰后供给能力同比 (E)	需求同比 (E)
全国	1.2%	1.0%
泛京津冀	-2.3%	3.0%
长三角	-0.4%	2.0%
两广	3.1%	2.0%
西南	2.8%	1.0%
西北	1.3%	1.0%

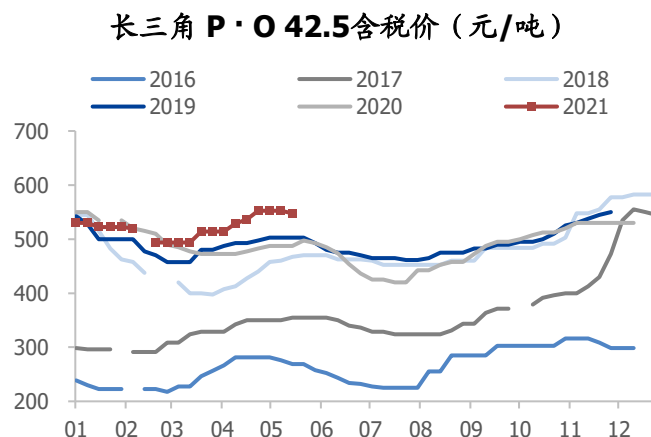
资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

图表 94: 全国水泥价格维持高位



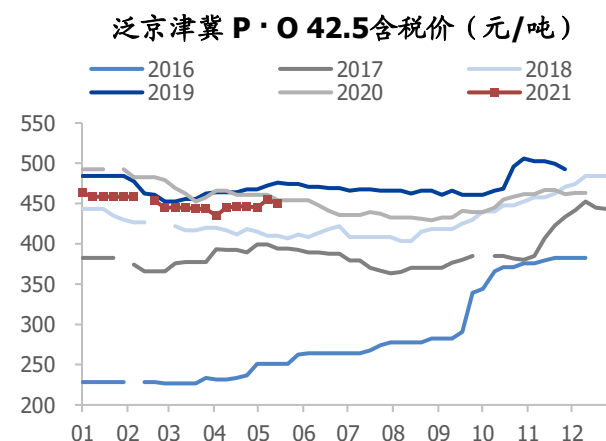
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 95: 长三角水泥价格



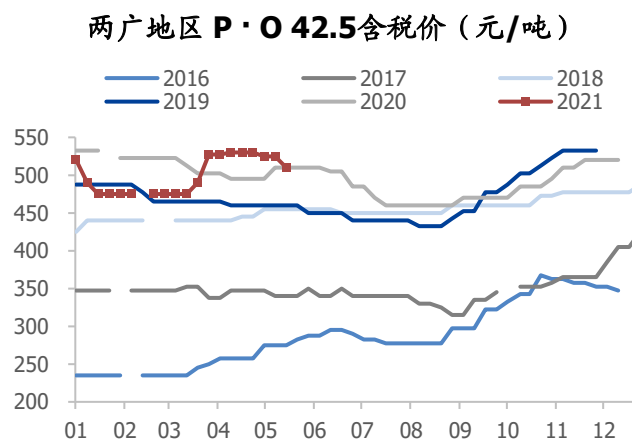
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 96: 泛京津冀水泥价格



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 97: 两广水泥价格



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

5.3、重点公司

5.3.1、华新水泥: 核心市场景气有韧性, 外延扩张亮点显现

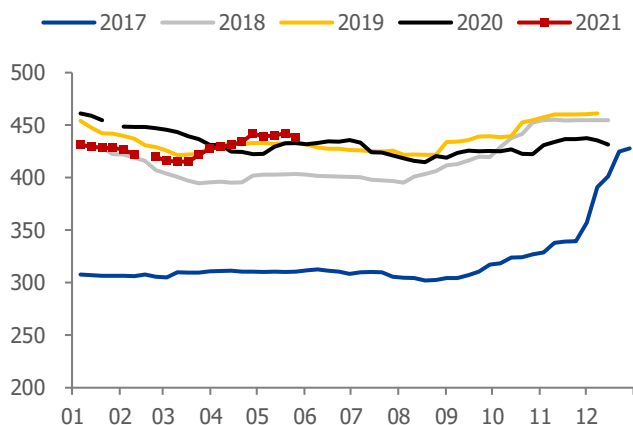
(1) 沿江水水泥市场延续高景气, 川渝中期景气有望稳步改善, 公司在 2020 年量价低基数下迎来盈利修复。鄂东受益沿江景气, 西南受益贵州改善, 随着年后以来区域提价落地以及旺季价格弹性, 预计后续水泥均价将延续回升趋势。

(2) 多元扩张颇具亮点, 骨料和混凝土进入加速拓展期, 2021 年销量有望实现翻倍增长。骨料产能高增长, 混凝土一体化模式加速拓展, Q1 销量如期高增长反映前期布局产能释放良好。随着在建产能投产和建成基地爬坡, 我们判断后续骨料、商混销量有望持续高增长。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 74.3 亿元、84.3 亿元和 90.2 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险、原材料价格大幅波动、并购及产能扩张盈利贡献不及预期的风险。

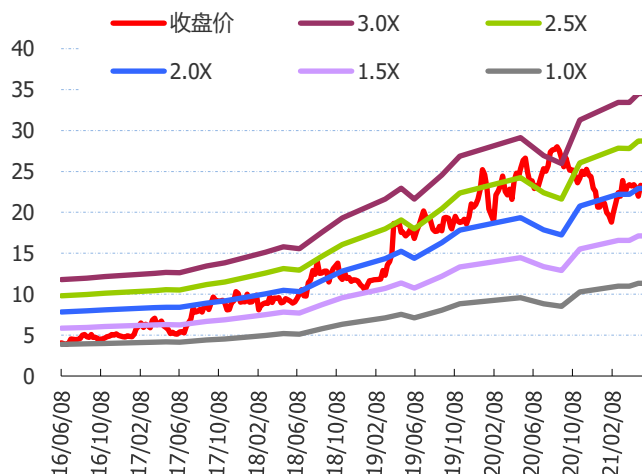
图表 98: 华新水泥所处区域水泥均价测算 (P.O42.5 到位价格, 元/吨)



备注: 均价按公司熟料产能分布区域的权益产能比重加权测算

资料来源: 数字水泥网、公司定期报告、国盛证券研究所

图表 99: 华新水泥 PB-band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

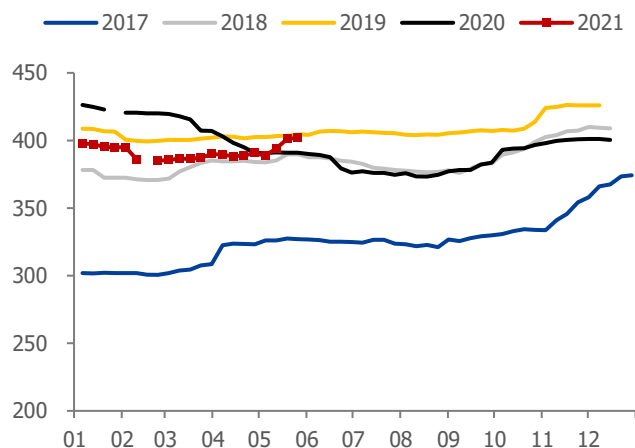
5.3.2、冀东水泥: 北方水泥龙头, 受益中长期区域景气上行

(1) 收购合资公司少数股权完成后将实现冀东水泥对平台水泥资产在股权上的完全控制, 不仅理顺了股权关系, 也将增厚公司的归母净利润体量, 提升 BPS 等财务指标。

(2) 中长期继续看好泛京津冀市场景气上行。随着泛京津冀区域格局得到明显优化, 需求趋势性回升之下, 逐渐形成一个类似于长三角高集中度、较高产能运转率的大市场, 以中国建材、金隅冀东为核心, 价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。矿山和超载整治也将使得行业成本曲线尾部陡峭化, 头部企业的盈利空间得到进一步扩大。需求平稳增长的基础上, 随着环保限产边际收紧, 加之外围内蒙、宁夏等地在能源政策下对外输出或明显受限, 我们判断 2021 年公司有望迎来量价齐升。

(3) 考虑购买资产增发股份, 暂不考虑配套融资, 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 60.6、66.3、71.4 亿元, 对应 EPS2.55、2.79、3.01 元, 维持“买入”评级。

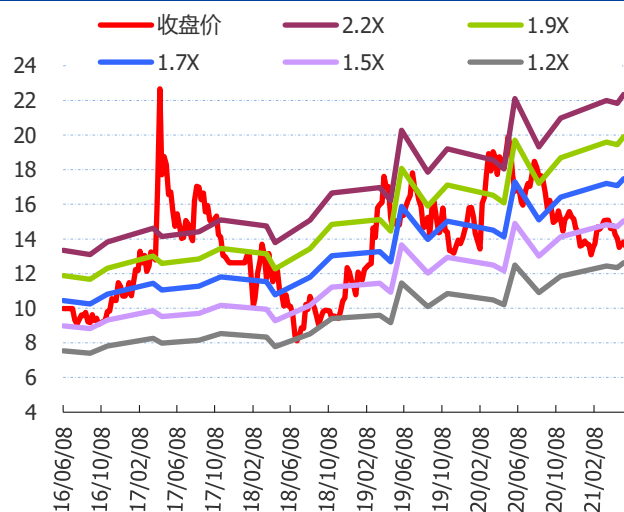
图表 100: 冀东水泥所处区域水泥均价测算 (P.O42.5 到位价格, 元/吨)



备注: 均价按公司熟料产能分布区域的总产能比重加权测算

资料来源: 数字水泥网、公司定期报告、国盛证券研究所

图表 101: 冀东水泥 PB-band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

风险提示: 宏观政策反复、市场竞争风险、原材料价格大幅波动。

5.3.3、海螺水泥: 长期价值仍被低估

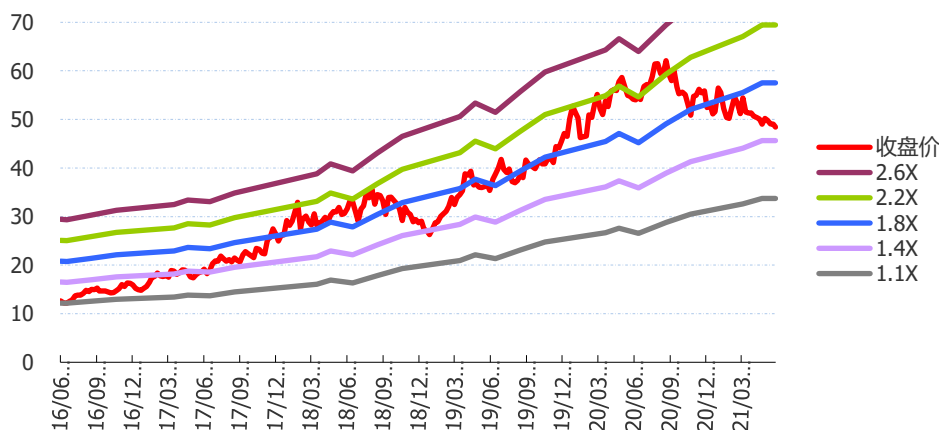
优质资源叠加优秀管理造就不可复制的成本优势。(1) 优质矿山储量大, 原材料成本低廉, 随着国家对山石资源管控增强, 石灰石资源价值大幅提升。(2) 享有稀缺优质码头资源, 物流环节优势突出。(3) 高运转率+低固定资产净值使得单位固定开支低于同行。

全球拓展及产业链延伸(骨料、混凝土)潜力大。(1) 海外加快布局, 规划形成 5000 万吨海外产能。(2) 快速发展骨料, 中期骨料有望快速放量;(3) 试水混凝土这一容量接近水泥的市场, 随着行业逐渐规范, 叠加水泥企业产业链优势, 具备可观潜力。

净现金流价值可观, 长期价值被低估。保守假设下假定海螺水泥长期盈利的底部为 150 亿元, 我们依据公司当前资本成本测算出公司权益净现金流价值超过 3700 亿元, 高于当前股票市值, 长期价值仍被低估。

风险提示: 宏观政策反复、市场竞争风险、原材料价格大幅波动。

图表 102: 海螺水泥 PB-band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

风险提示

下游需求波动风险

行业与房地产、建筑工程、家居装饰装修具有密切的相关性，其发展很大程度上依赖于国家基础设施建设及房地产的投资情况，若市场景气度不佳或未达预期，将会导致经营受到不利影响的风险。

竞争风险

多个细分行业市场化程度较高，市场集中度较低，中小企业同质化竞争、采取价格战等方式争夺市场份额，在一定程度上对品牌企业形成冲击和影响。行业内公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

原材料价格大幅波动风险

原材料市场价格出现较大幅度波动，成本控制将承受压力，盈利水平可能受到一定影响。

应收账款风险

下游客户主要为地产商、工程商的企业，未来存在因应收账款发生坏账影响公司经营业绩的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
