

建筑材料行业 2021 年中期投资策略

供给趋势为主，需求景气为辅

核心观点：

- **消费建材：地产后周期高景气的两个维度。**消费建材行业延续去年 2 季度以来的高景气水平，21Q1 相对 19Q1 实现高增长，高景气来自供需两个维度，一需求维度是贝塔，有周期性，比如 2021 是高景气年份；二供给维度是阿尔法，是行业中期趋势，中国消费建材行业供给端集中度仍然较低，未来较长时间将保持提升趋势。年初以来，工业原材料和能源持续涨价，PPI 上行（原燃料涨价）只是周期性现象，2-3 季度或是最坏时刻，对不同细分行业毛利率短期影响可以从两个方面评估。
- **玻璃：平板玻璃进入高景气新阶段，光伏玻璃今年在筑底。**平板玻璃：供给端的变化使得平板玻璃行业进入持续高景气新阶段，需求年内有支撑，长期有升级空间；供需偏紧下可以顺利传导纯碱涨价。光伏玻璃：新增供给已持续在释放，需求抑制因素估计要到四季度才解除，光伏玻璃价格今年将逐步筑底；中期来看，碳中和背景下，光伏平价上网及双玻组件渗透率不断提升，光伏玻璃仍是快速增长的朝阳行业。
- **玻纤：价格有望高位震荡，关注成长属性。**新增供给有限+全球复苏，上半年基本面持续向好，下半年价格有望高位震荡；优质公司的领先优势将长期存在。高价格下，公司内生成长属性更重要，长海股份处于新一轮规模扩张呈加速态势，中国巨石十四五期间仍将保持双位数扩张。
- **水泥：高价稳定弹性有限，寻找第二成长曲线。**上半年水泥行业在低基数下需求回升，煤价大幅上涨影响毛利，长三角景气度最高，湖北需求同比高增。展望下半年：供给端新增产能较少，局部区域有压力但不影响核心区域，错峰生产范围扩大；需求端预计今年保持低速正增长态势；良好的供需格局下，水泥价格仍将保持高位运行。水泥价格高位震荡缺乏弹性，需要寻找水泥公司第二成长曲线。
- **投资策略。**建材行业目前已经步入供给是主变量，需求是次变量的新阶段，我们研判需立足于供给趋势为主、需求景气为辅，寻找成长空间较大的优质公司。（1）消费建材：地产后周期高景气度是今年亮点，行业集中度提升是行业主趋势，我们继续看好具备综合竞争力的综合性建材龙头——北新建材、坚朗五金、东方雨虹；同时，基于行业景气因子看好地产后周期品种——兔宝宝、伟星新材、科顺股份、蒙娜丽莎。（2）玻璃：平板玻璃价格淡季继续超预期上涨，行业进入持续高景气新阶段，光伏玻璃在逐步筑底，继续看好双拐点期的旗滨集团。（3）玻纤：行业景气有望保持高位震荡，行业格局和优质公司领先优势将持续，继续看好新一轮扩张期的长海股份，中国巨石已具备良好性价比；（4）水泥：水泥价格中期稳定性强，华新水泥内生增长值得期待。
- **风险提示。**宏观经济继续下行风险，货币房地产等政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，公司经营风险。

识别风险，发现价值

行业评级

持有

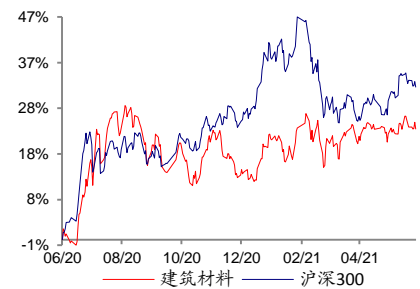
前次评级

持有

报告日期

2021-06-15

相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xie.lu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 建筑材料行业：平板玻璃和玻纤电子纱价格上涨 2021-06-13
- 盖板玻璃行业：应用扩张，国产替代 2021-06-06
- 建筑材料行业：平板玻璃价格和玻纤粗纱价格上涨 2021-06-06

联系人：

张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

联系人：

苗蒙

miaomeng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
海螺水泥	600585.SH	RMB	48.09	2021/4/27	买入	72.42	7.26	7.41	6.62	6.49	3.56	3.48	20.4	18.1
海螺水泥	00914.HK	HKD	42.95	2021/4/27	买入	70.03	7.26	7.41	4.87	4.77	4.49	4.39	20.4	18.1
华新水泥	600801.SH	RMB	20.71	2021/6/13	买入	29.75	3.33	3.96	6.22	5.23	3.42	2.92	24.8	24.6
冀东水泥	000401.SZ	RMB	13.07	2021/3/17	买入	20.91	2.54	2.91	5.15	4.49	2.45	2.22	17.0	17.2
中国建材	03323.HK	HKD	9.90	2021/4/1	买入	13.50	1.82	2.07	4.48	3.94	4.27	12.38	12.8	13.1
天山股份	000877.SZ	RMB	14.30	2020/8/20	买入	24.98	2.43	2.74	5.88	5.22	4.15	3.75	19.5	18.9
祁连山	600720.SH	RMB	11.73	2021/4/13	买入	21.32	2.13	2.31	5.51	5.08	3.16	2.98	18.4	17.4
塔牌集团	002233.SZ	RMB	10.74	2020/4/25	买入	16.45	1.84	1.99	5.84	5.40	3.83	3.56	18.0	17.4
垒知集团	002398.SZ	RMB	7.05	2021/4/30	买入	13.05	0.65	0.84	10.85	8.39	7.50	5.96	13.0	14.7
旗滨集团	601636.SH	RMB	17.70	2021/5/18	买入	20.34	1.35	1.54	13.11	11.49	9.21	7.91	30.1	27.2
信义玻璃	00868.HK	HKD	30.15	2021/5/6	买入	34.56	2.16	2.40	11.49	10.34	10.36	9.30	26.4	24.9
亚玛顿	002623.SZ	RMB	32.79	2021/4/25	买入	50.79	2.00	2.71	16.40	12.10	8.05	6.55	11.8	13.4
山东药玻	600529.SH	RMB	35.53	2020/5/12	买入	43.65	1.18	1.45	30.11	24.50	23.80	19.46	14.4	15.7
中国巨石	600176.SH	RMB	15.66	2021/4/27	买入	29.50	1.37	1.58	11.43	9.91	10.01	8.92	23.3	22.6
中材科技	002080.SZ	RMB	21.19	2020/10/22	买入	27.00	1.52	1.89	13.94	11.21	11.36	9.79	15.4	16.2
长海股份	300196.SZ	RMB	16.41	2021/5/18	买入	24.60	1.23	1.60	13.34	10.26	8.37	6.66	14.6	16.0
东方雨虹	002271.SZ	RMB	58.49	2021/4/19	买入	62.37	1.78	2.32	32.86	25.21	22.90	17.74	17.2	19.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	22.62	2021/4/19	买入	26.53	0.88	1.05	25.70	21.54	20.73	17.51	30.3	33.0
北新建材	000786.SZ	RMB	45.36	2021/4/13	买入	68.40	2.28	2.80	19.89	16.20	15.97	12.88	19.7	20.5
蒙娜丽莎	002918.SZ	RMB	29.55	2021/4/8	买入	48.49	1.98	2.73	14.92	10.82	10.58	7.96	18.7	20.3
兔宝宝	002043.SZ	RMB	9.69	2021/4/25	买入	20.14	0.82	1.06	11.82	9.14	7.65	5.87	29.2	31.8
坚朗五金	002791.SZ	RMB	182.60	2021/5/7	买入	238.89	3.52	4.78	51.88	38.20	34.30	25.89	23.3	25.4
科顺股份	300737.SZ	RMB	36.09	2021/6/6	买入	44.19	1.77	2.38	20.39	15.16	12.40	9.41	20.8	22.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中股价数据来源于Wind资讯统计2021年6月11日该公司收盘市值；表中2021年和2022年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告；海螺水泥H股和中国建材EPS的单位是人民币元/股，收盘价、合理价值单位是港元/股。

目录索引

一、消费建材：地产后周期高景气的两个维度.....	7
（一）2021 年上半年高景气，较 2019 年同期实现高增长.....	7
（二）高景气背后的两个维度.....	8
（三）原燃料涨价只是周期现象，2-3 季度或是最坏时刻.....	11
二、玻璃：平板玻璃进入高景气新阶段，光伏玻璃今年在筑底.....	15
（一）复盘：平板玻璃和光伏玻璃分化源于供给.....	15
（二）展望：平板玻璃进入持续高景气新阶段，光伏玻璃在筑底.....	17
三、玻纤：价格有望高位震荡，关注成长属性.....	22
（一）复盘：新增供给有限+全球复苏，上半年基本面持续向好.....	22
（二）展望：下半年产能释放不大+经济继续复苏，价格有望高位震荡；优质公司的 领先优势将长期存在.....	25
（三）高价格下，公司内生成长属性更重要.....	25
四、水泥：高价稳定弹性有限，寻找第二成长曲线.....	27
（一）2021 年上半年复盘：去年低基数下需求回升，区域表现有分化.....	27
（二）2021 年下半年展望：高价稳定，弹性有限.....	30
（三）“碳中和”有望带来供给总量继续压缩和大企业份额提升.....	32
（四）水泥价格高位震荡缺乏弹性，如何寻找水泥行业的第二成长曲线.....	33
五、投资策略：供给趋势为主，需求景气为辅.....	35
六、风险提示.....	35

图表索引

图 1: 21Q1 消费建材行业营收增速 102%	7
图 2: 21Q1 消费建材行业扣非净利润增速 2318%	7
图 3: 消费建材公司 2021 年初至今股价涨跌幅	7
图 4: 消费建材公司 2021 年初至今股价相对沪深 300 涨跌幅	7
图 5: 房地产销售面积增速和竣工面积增速	9
图 6: 2019 年中国建筑涂料市场格局	9
图 7: 2018 年美国建筑涂料市场格局	9
图 8: 2020 年中国防水材料市场格局	10
图 9: 2018 年美国防水材料市场格局	10
图 10: 中国和海外消费建材龙头普遍构建产品矩阵	11
图 11: PPI:全部工业品:当月同比	11
图 12: 2012 年以来沥青价格和东方雨虹毛利率	11
图 13: 主要消费建材领域上半年原材料涨价幅度 (截至 2021 年 6 月 11 日) ...	12
图 14: 北新建材毛利率和国废价格	13
图 15: 消费建材子行业集中度比较	13
图 16: 伟星新材 PE 毛利率和 HDPE 价格 (元/吨)	13
图 17: 伟星新材 PPR 毛利率和 PP 价格 (元/吨)	13
图 18: 年初至今玻璃行业绝对收益	15
图 19: 年初至今玻璃行业相对收益	15
图 20: 年初至今玻璃行业重点公司累计收益走势图	15
图 21: 全国分年份平板玻璃价格 (元/吨)	16
图 22: 平板玻璃库存天数 (天)	16
图 23: 房地产竣工面积累计同比	16
图 24: 汽车产量累计同比	16
图 25: 全国玻璃总产能和冷修产能	17
图 26: 全国光伏玻璃总产能及同比增速	17
图 27: 光伏新增装机容量	17
图 28: 3.2mm 镀膜出厂价 (元/平方米)	17
图 29: 国内浮法玻璃企业总产能 (万重量箱)	18
图 30: 国内浮法玻璃在产产能 CR5	18
图 31: 2005 年浮法玻璃新增产能开始进入大扩张周期, 未来 5 年约 46% 的在产浮 法白玻产能面临冷修需求	19
图 32: 各国 LOW-E 节能玻璃渗透率	20
图 33: 各系车全景天窗配置情况	20
图 34: 水泥与玻璃周期对比	20
图 35: 全国玻璃均价、重质纯碱中间价和玻璃纯碱重油价差 (单位均为元/吨) ..	21
图 36: PV InfoLink 硅片尺寸市占率份额变化预测	21
图 37: 年初至今玻纤行业绝对收益	22
图 38: 年初至今玻纤行业相对收益	22

图 39: 年初至今玻纤行业重点公司累计收益走势图	22
图 40: 2400tex 缠绕直接纱均价 (元/吨)	23
图 41: G75(单股)玻璃纤维电子纱均价 (元/吨)	23
图 42: 玻纤行业存货周转天数	23
图 43: 中国巨石存货周转天数	23
图 44: 玻纤产能 (万吨/年)	24
图 45: 中国新增风电装机容量(GW).....	24
图 46: 汽车产量累计同比.....	24
图 47: 全球玻纤需求增速与全球 GDP 增速明显正相关	24
图 48: 摩根大通全球制造业 PMI.....	24
图 49: 全球每百人新冠疫苗接种量 (剂次)	25
图 50: 中国巨石 PB 估值已处于略高于历史均值水平	26
图 51: 全国水泥产量累计增速	27
图 52: 全国水泥均价 (元/吨)	27
图 53: 全国水泥煤炭价格差 (元/吨)	27
图 54: 全国房地产开发投资累计增速	28
图 55: 全国房地产新开工面积累计增速.....	28
图 56: 全国房地产施工面积累计增速	28
图 57: 全国狭义基建累计增速	28
图 58: 2021 年初至今与 2020 年同期高标水泥价差及提升幅度	29
图 59: 全国各地 1-4 月水泥产量累计同比增长	29
图 60: 水泥公司 2021 年初至今股价涨跌幅	30
图 61: 水泥公司 2021 年初至今股价相对沪深 300 涨跌幅	30
图 62: 央企订单领先基建增速 1-3 个月	32
图 63: 3-4 月专项债基建类投向占比达 64%.....	32
图 64: 2020 年各水泥企业骨料业务毛利率	34
图 65: C40 混凝土价格 (元/立方米)	34
图 66: 2020 年部分水泥企业骨料产能.....	34
图 67: 2020 年部分水泥企业混凝土产能	34
图 68: 华新水泥骨料产能和同比增速	35
图 69: 华新水泥混凝土产能和同比增速.....	35

表 1: 消费建材公司股价涨幅和收入业绩增速	8
表 2: A 股、港股和海外建材龙头市占率对比	10
表 3: 消费建材子行业市场集中度	12
表 4: 消费建材子行业 C 端属性	13
表 5: 消费建材子行业行业痛点和议价能力	14
表 6: 消费建材行业成本转嫁能力分析	错误!未定义书签。
表 7: 一重箱玻璃燃料成本对比和燃料含碳量对比	18
表 8: 2021 年玻纤行业预计新增产能.....	25

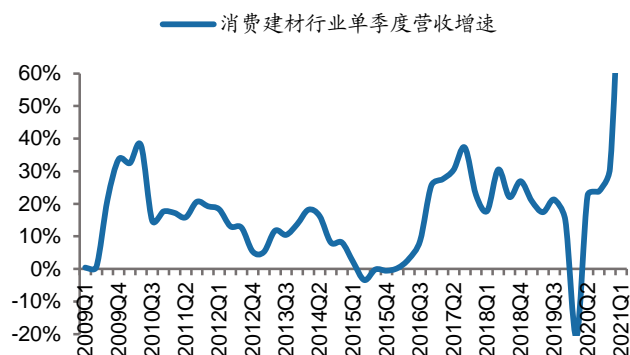
表 9: 2021 年预计新点火产线和产能.....	30
表 10: 海螺水泥技术性碳减排方式.....	33
表 11: 2020 年华新水泥各类废弃物处置能力和处置量	33

一、消费建材：地产后周期高景气的两个维度

（一）2021 年上半年高景气，较 2019 年同期实现高增长

消费建材行业年初至今延续去年2季度以来的高景气水平，21Q1相对19Q1实现高增长。从消费建材行业的1季报业绩表现可以侧面印证行业的高景气水平，2021Q1营收同比增速102%，21Q1相较于19Q1增速为59%，21Q1归母净利同比增速7642%，21Q1相较于19Q1增速为55%，扣非净利同比增速2318%，21Q1相较于19Q1增速为73%。

图1：21Q1消费建材行业营收增速102%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：21Q1 消费建材行业扣非净利润增速 2318%

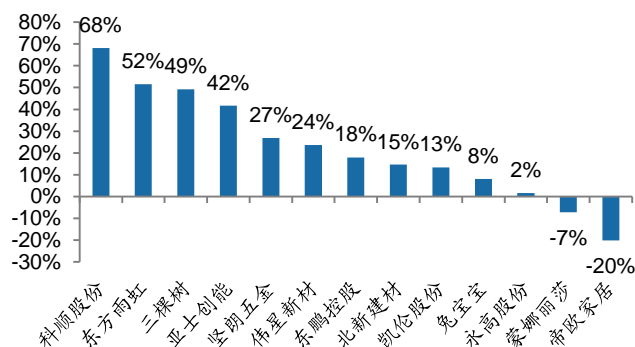


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2021Q1 为 2318%

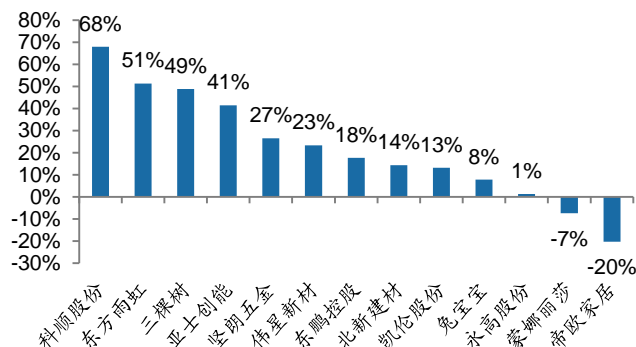
从年初至今的股份表现来看，消费建材行业中大部分优质公司均取得超额收益，股价涨幅居前的有科顺股份（68%）、东方雨虹（52%）、亚士创能（42%）、坚朗五金（27%），伟星新材、东鹏控股、北新建材、凯伦股份收益率也超过10%，只有蒙娜丽莎和帝欧家居两家瓷砖公司年初至今收益率为负。

图3：消费建材公司2021年初至今股价涨跌幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：消费建材公司 2021 年初至今股价相对沪深 300 涨跌幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

股价分化较大，直观原因一是源自2020年年报和2021年一季报表现差异，如科顺股份2020年收入和业绩增速分别为34%、145%，一季度收入和业绩增速分别为81%、463%，增速跑赢行业大部分公司，股价取得较高超额收益；帝欧家居2020年收入和业绩增速分别为1.2%、0.1%，一季度收入和业绩增速分别为46%、50%，增速相对落后；二是估值的修复，2020年Q3因恒大事件及地产三道红线影响，消费建材板块估值出现系统性下调，部分公司由于收入利润持续超预期使得估值得到一定程度消化（如亚士创能、科顺股份、中国联塑），从而使估值水平从相对低估逐步回归合理；部分公司由于未来收入和利润率的提升趋势更加确定（民族建筑涂料龙头收入持续超预期加速、东方雨虹逐步兑现品类扩张的平台逻辑），从而使估值水平进一步稳定上一个台阶；部分公司在地产融资收紧估值压制的背景下，基本面相对平淡，估值仍在底部徘徊（蒙娜丽莎、帝欧家居）。更内在的原因来自后文分析。

表1：消费建材公司股价涨幅和收入业绩增速

	股价涨幅（2021/1/1-2021/6/11）	股价相对沪深300涨跌幅	2020年收入增速	2020年归母净利润增速	2021Q1收入增速	2021Q1归母净利润增速
科顺股份	68.2%	67.9%	34.1%	145.0%	80.6%	463.2%
东方雨虹	51.5%	51.3%	19.7%	64.0%	118.1%	126.1%
三棵树	49.1%	48.9%	37.3%	23.5%	241.2%	106.4%
亚士创能	41.7%	41.4%	44.6%	176.4%	163.7%	89.8%
坚朗五金	26.8%	26.5%	28.2%	86.0%	55.4%	415.7%
伟星新材	23.6%	23.3%	9.4%	21.3%	59.0%	31.0%
东鹏控股	17.9%	17.6%	6.0%	7.2%	135.3%	147.5%
北新建材	14.6%	14.4%	26.1%	548.3%	100.0%	1468.4%
凯伦股份	13.4%	13.1%	72.3%	105.7%	81.8%	104.0%
兔宝宝	8.0%	7.8%	39.6%	2.1%	188.0%	462.9%
永高股份	1.6%	1.3%	11.9%	49.8%	86.6%	98.3%
蒙娜丽莎	-7.2%	-7.4%	27.9%	30.9%	105.6%	18.9%
帝欧家居	-20.1%	-20.3%	1.2%	0.1%	46.2%	49.8%

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

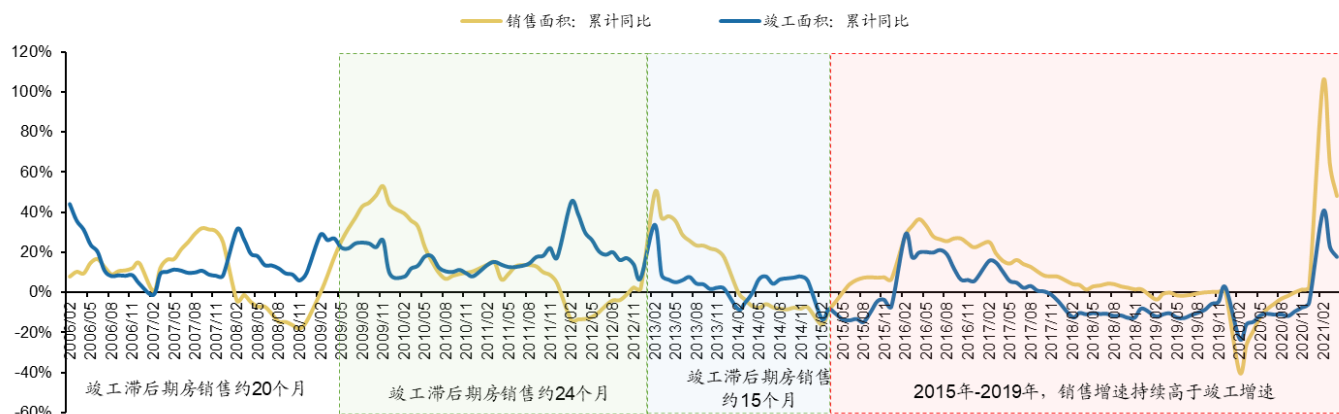
（二）高景气背后的两个维度

2021年上半年消费建材行业高景气，归因分析来自供需两个维度。

一是需求高景气：一来2020年疫情防控对装饰装修影响很大，导致刚需延迟释放到今年；二来2020年地产销售超预期和地产竣工受疫情影响低预期，使得销售和竣工缺口（已销售未交付）更大，竣工的赶工刚性需求更加确定释放，竣工需求回升保障行业需求回暖；2021年1-4月份新房销售面积同比增长48.1%，4月份增速19.2%，比2019年4月份增长16.7%，继续超预期；三来两会对今年“旧改”提出较高增长目标

(新开工5.3万个, 去年3.9万个), 将带动相应消费建材存量需求上升。第一个因素随着时间推移预计逐步修复到位, 但是后两个因素展望下半年乃至明年预计将持续。

图5: 房地产销售面积增速和竣工面积增速

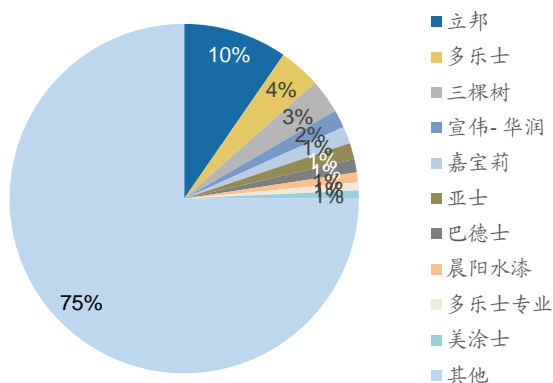


数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

二是供给方面集中度提升: 消费建材众多细分行业里小企业众多, 2020年疫情带来很多小企业出局, 行业集中度提升, 所以我们看到细分龙头相对2019年一季度也明显出现超越行业需求的高增长, 行业集中度提升逻辑在“疫情危机”后进一步演绎, 而行业集中度提升也是未来的中期趋势。

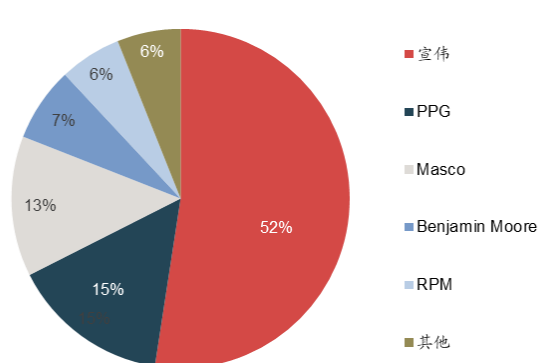
发达国家消费建材行业高度集中, 中国消费建材行业集中度仍然较低, 但近几年都呈现出集中度提升趋势。以美国为例, 美国城镇化进程至今已有200多年, 消费建材行业有很长的发展历史, 现存的龙头公司大多在两次世界大战之前就已成立。行业发展至今, 很多品类集中度高, 呈现出单龙头或双寡头格局。以建筑涂料和防水材料为例, 美国建筑涂料行业呈现“一家独大, 群雄并立”的格局, 其中宣伟市占率遥遥领先, 达到52%; PPG (15%)、Masco (13%)、Benjamin Moore (7%) 和RPM (6%) 都占据一定的市场份额, CR5超过90%, 小企业几乎没有生存空间。美国防水市场主要由法国跨国公司索普瑞玛和美国本土公司GAF占据, CR2预计超过60%。

图6: 2019年中国建筑涂料市场格局



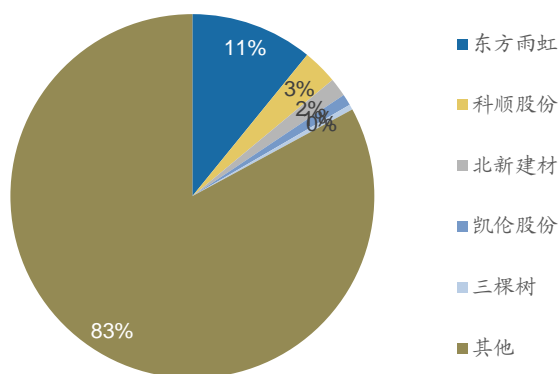
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图7: 2018年美国建筑涂料市场格局



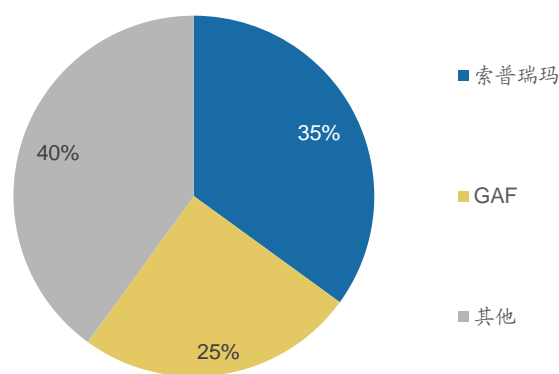
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图8：2020年中国防水材料市场格局



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图9：2018年美国防水材料市场格局



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

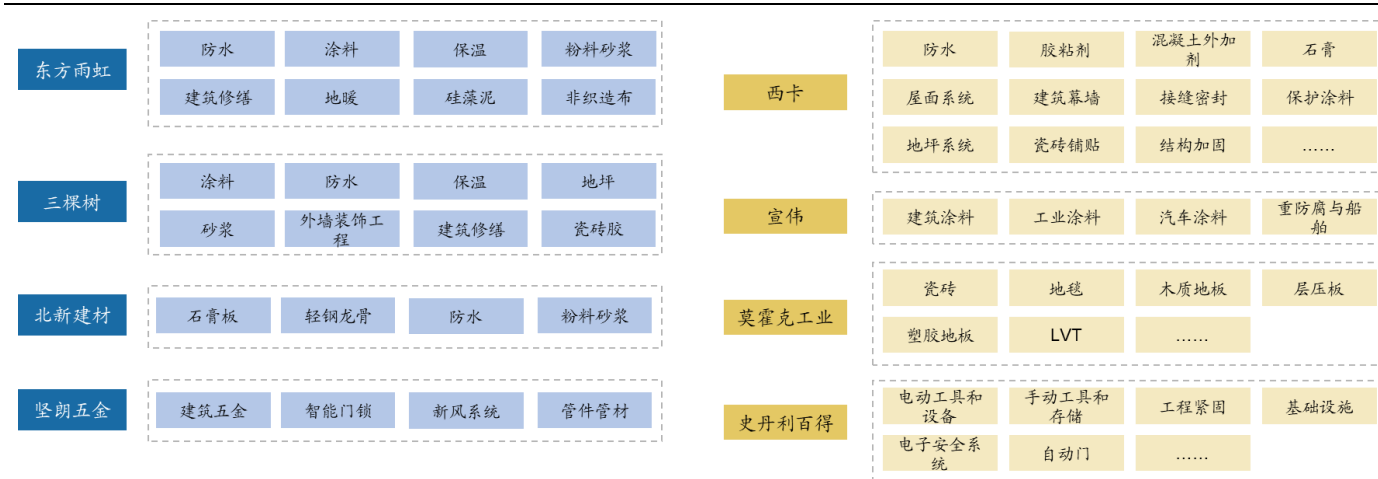
表2：A股、港股和海外建材龙头市占率对比

行业	A股和港股公司			海外龙头公司	
	公司名称	行业市场规模（人民币）	2020年市占率	公司名称	市占率
防水	东方雨虹	2000亿	10.9%	西卡	/
建筑五金	坚朗五金	1000亿	6.7%	史丹利百得	/
石膏板	北新建材	200亿	60.7%	吉野石膏	80%
建筑涂料	三棵树	1200亿	3.9%	宣伟	52%
	亚士创能	1200亿	1.9%		
管材	中国联塑	1600亿	17.5%	吉博力	/
	伟星新材	1600亿	3.2%		
装饰板材	兔宝宝	1500亿	6.7%	宜家	/
瓷砖	东鹏控股	3100亿	2.3%	莫霍克	23%
	蒙娜丽莎	3100亿	1.6%		

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

除了各不同细分领域的集中度都在提升以外，还有一个较明显的趋势，大公司基于产品和渠道的协同性，开始了跨领域渗透，比如东方雨虹从防水扩展到保温、涂料、瓷砖胶、外墙装饰工程等，民族建筑涂料龙头从涂料扩展到防水、保温、外墙装饰工程、瓷砖胶、砂浆等，坚朗五金从五金扩展到智能锁、新风系统等建筑配套件集采平台，北新建材从石膏板向“四位一体”绿色建筑新材料解决方案供应商升级（石膏板龙骨万能板全屋装配、涂料砂浆、外墙保温、防水系统）；这个也符合国际上消费建材大型企业的发展轨迹。龙头公司一般都会通过并购实现跨地域份额拓展和品类的协同扩张，一方面打造新的增长边界，另一方面提升综合竞争力。中国消费建材综合性龙头初现。

图 10：中国和海外消费建材龙头普遍构建产品矩阵



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

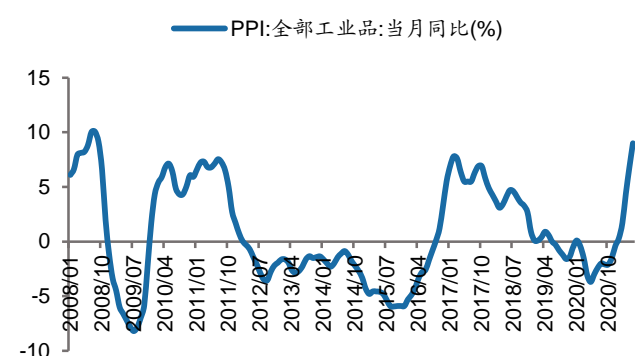
综合来看，对消费建材行业而言，需求维度是贝塔，有周期性，比如2021是高景气年份；但供给维度是阿尔法，是行业中期趋势，中国消费建材行业供给端集中度仍然较低，未来较长时间将保持提升趋势。

（三）原燃料涨价只是周期现象，2-3 季度或是最坏时刻

年初以来，工业原材料和能源持续涨价，2021年4月全部工业品PPI当月同比升至6.8%，涨幅比上月扩大2.4个百分点。建材主要原燃料价格同比均有上行，使得生产企业成本端有所承压，市场较为担忧。

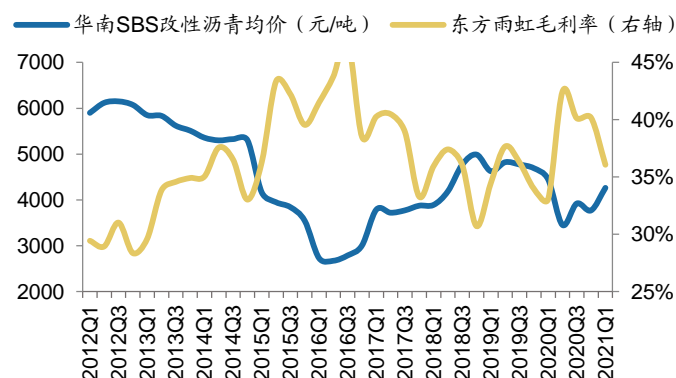
但是首先我们可以看到PPI上行（原燃料涨价）只是周期性现象，从短期角度确实会对很多中游企业产生利润率的挤压带来的负面影响，需要去规避；而从中期角度来看无非是把利润在不同年份重新做分配，对于成长性好的优质公司，往往因为PPI上行期间业绩低预期反而带来中期买点。

图 11：PPI:全部工业品:当月同比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：2012 年以来沥青价格和东方雨虹毛利率



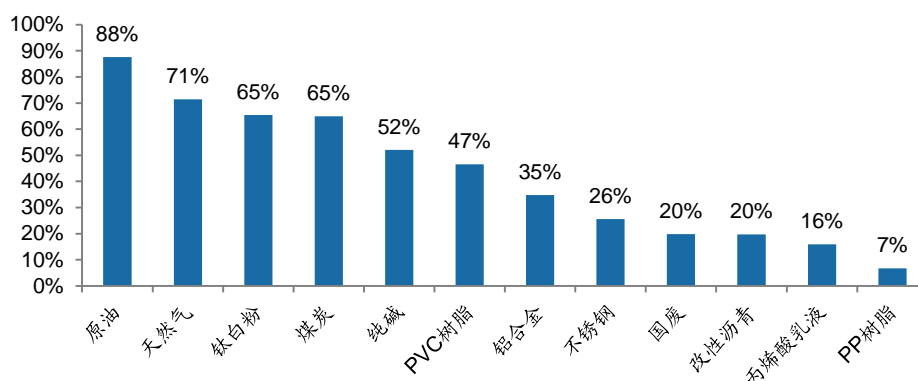
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

其次，怎么去评估这种对业绩短期影响的负面风险。

一是从时间维度来看，我们认为2-3季度或是最坏时刻。一方面4月份PPI已经达到历史顶部区域，继续大幅上行的概率较小，另一方面考虑到中游企业提价节奏滞后、原燃料库存(备货)效应影响，2-3季度或是很多中游企业毛利率同比效应最差阶段。

二是原燃料涨价幅度不对不同细分行业毛利率影响也不一样。比如，上半年来看，涂料的主要原材料价格涨幅明显大于防水行业主要原材料涨幅，原材料成本变动对毛利率的影响更大。

图13: 主要消费建材领域上半年原材料涨价幅度(截至2021年6月11日)



数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心

三是不同行业的竞争格局、业务和赛道特点使得原燃料价格上涨能不同程度往下游传导，具体而言：

1. 龙头公司的市占率越高，成本压力转嫁能力越强

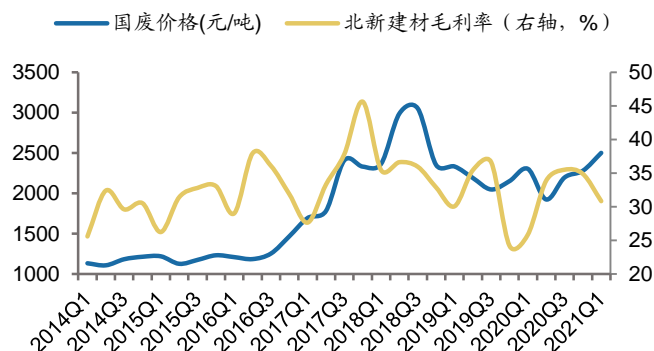
以石膏板行业为例，格局足够好（北新建材市占率达到60%），当其成本提升时，可完全甚至超额向下游进行传导，回顾公司2017年度废纸价格大幅上涨，公司通过提价顺利转嫁成本压力，盈利能力并没有受到影响。北新建材21Q1毛利率为30.85%，同比+4.99pct，较19Q1+0.78pct（剔除运费影响涨幅更大）；21Q1国废黄板纸价格同比+8.6%，一季度护面纸持续涨价，石膏板行业高集中度使得公司完全具备将原材料涨价压力顺利传导给下游。

表3: 消费建材子行业市场集中度

子行业	最大企业	最大企业收入 VS 市场空间 (亿元)	CR1	CR3	行业集中度
防水	东方雨虹	217/ 2000	10.9%	21.4%	较高
建筑涂料	立邦中国	140/ 1200	11.7%	20.1%	较高
瓷砖	马可波罗	109/ 3100	3.5%	8.7%	较低
五金	坚朗五金	67/ 1000	6.7%	-	较低
管材	中国联塑	281 / 1600	17.5%	25.1%	较高
石膏板	北新建材	168 / 200	60.7%	-	高
板材	兔宝宝	74/1500	6.7%	-	较低

数据来源: 国家统计局, 公司财报, 广发证券发展研究中心

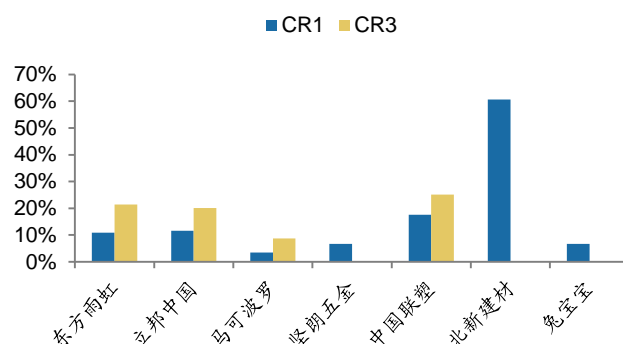
图14: 北新建材毛利率和国废价格



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 北新建材自 2019Q4 开始将运费调整到营业成本

图 15: 消费建材子行业集中度比较



数据来源: 国家统计局, 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 零售业务比工程业务的成本转嫁能力越强

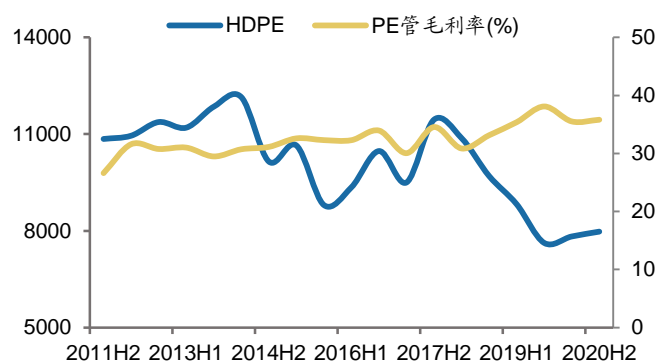
C端消费者相对于B端消费者对价格更为不敏感（低频消费、耐用消费品）且议价能力弱，所以零售业务更容易通过提价的方式进行成本转嫁。以伟星新材为例，PP成本波动时，PPR管材毛利率仍极其稳定。

表4: 消费建材子行业C端属性

子行业	对应市场	C端属性
防水	B端市场为主	较弱
建筑涂料	B端市场为主	较弱
瓷砖	B端市场、C端市场	适中
五金	B端市场为主	较弱
管材	B端市场、C端市场	适中
石膏板	B端市场为主	较弱
板材	B端市场为主	适中

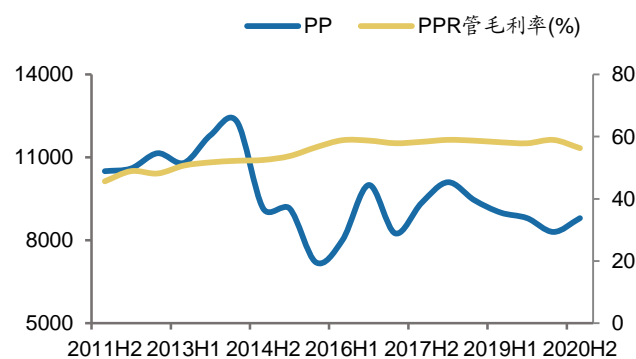
数据来源: 广发证券发展研究中心

图16: 伟星新材PE毛利率和HDPE价格（元/吨）



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 17: 伟星新材 PPR 毛利率和 PP 价格（元/吨）



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3. 所属品类功能性及差异化属性越强，议价能力越高，成本压力转嫁能力越强

所属品牌的功能性及差异化属性越强（隐蔽工程、维修成本高、面子工程），品牌价值大，对B端和C端消费者的议价能力越强，成本压力的转嫁能力也相对更强。

表5：消费建材子行业行业痛点和议价能力

子行业	行业痛点	对 B 端议价能力	对 C 端议价能力
防水	防水产品属于隐蔽工程，维修成本高，防水效果与施工水平相关，包工包料（导致垫资周期长）	适中	较强
建筑涂料	建筑涂料的质量和性能容易被消费者感知，外墙涂料是面子工程，地产商较重视品牌和质量	较强	较强
瓷砖	产品同质化严重 产品重、易损坏，地产商主要考虑企业的交付能力和垫资能力	较差	较差
五金	SKU 多，分散，使用价值高，经济价值低，适合一站式采购	较差	较差
管材	管材产品属隐蔽工程，维修成本高	适中	较强
石膏板	用户对其价格不敏感，施工人员对其采购影响较大	较差	适中
板材	消费者缺乏辨识力，有品牌属性，采购受木工师傅影响大	适中	较强

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

综合公司市场占有率（市占率越高转嫁能力越强）、零售及工程市场占比（零售市场占比越高转嫁能力越强）、痛点强弱（议价权越强转嫁能力越强）这三点考虑，北新建材、伟星新材、兔宝宝、中国联塑这几家公司的成本转嫁能力相对更强。

表6：消费建材行业成本转嫁能力分析

公司名称	子行业	痛点强弱	B 端/C 端占比	行业市占率	转嫁能力
东方雨虹	防水	适中	85%/15%	10.90%	一般
科顺股份			100%/0%	3.10%	一般
凯伦股份			100%/0%	1.00%	一般
亚士创能	建筑涂料	适中	100%/0%	1.90%	一般
帝欧家居	瓷砖	较弱	60%/40%	1.60%	较弱
蒙娜丽莎			40%/60%	1.60%	较弱
中国联塑	管材	适中	60%/40%	17.50%	较强
永高股份			80%/20%	4.40%	一般
伟星新材			45%/55%	3.20%	一般
北新建材	石膏板	较强	30%/70%	60.70%	较强
兔宝宝	板材	较强	30%/70%	6.70%	较强

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

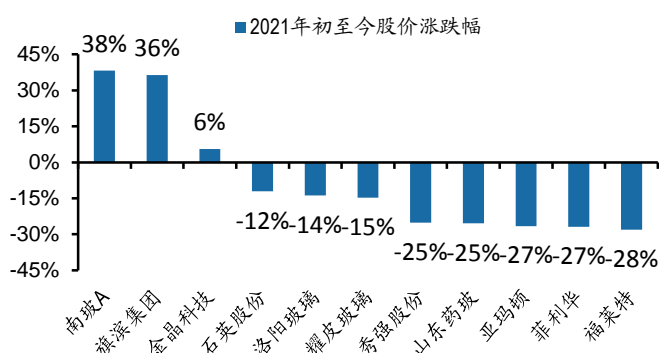
综合二、三来看，北新建材、兔宝宝、伟星新材、中国联塑毛利率负面影响不大，东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、蒙娜丽莎、东鹏控股等影响适中，民族建筑涂料龙头、亚士创能等影响大一些。

二、玻璃：平板玻璃进入高景气新阶段，光伏玻璃今年在筑底

（一）复盘：平板玻璃和光伏玻璃分化源于供给

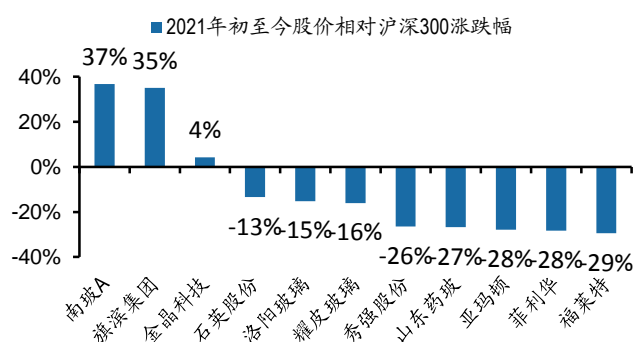
2021年初至今（6月4号），主营业务中平板玻璃收入占比高的南玻A、旗滨集团绝对收益靠前，分别为38%，36%；光伏玻璃收入占比高的亚玛顿、福莱特绝对收益靠后，分别为-27%，-28%。

图18：年初至今玻璃行业绝对收益



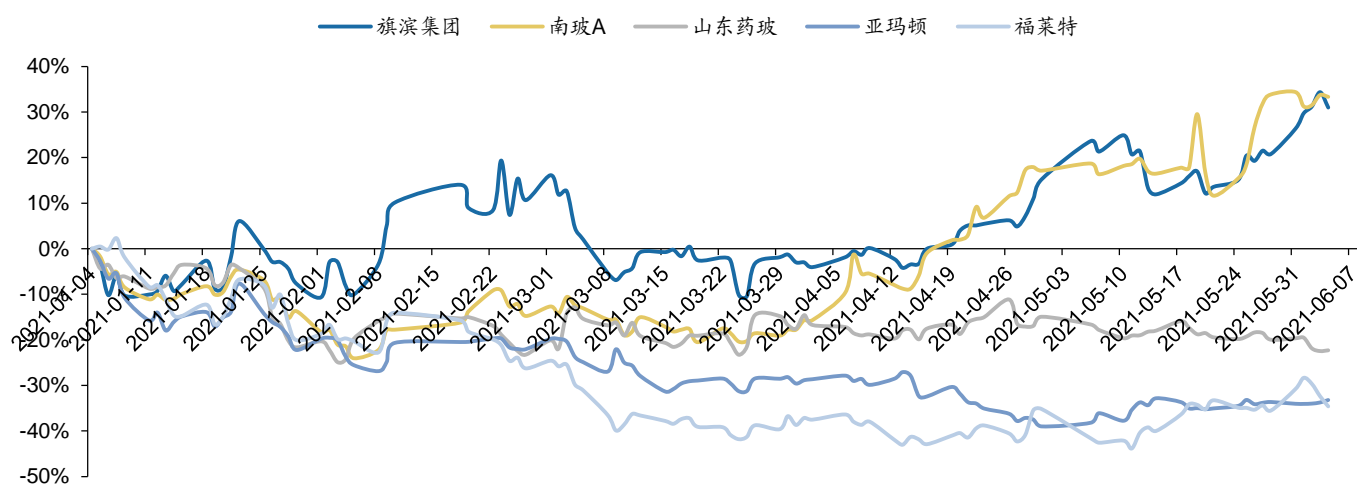
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：年初至今玻璃行业相对收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图20：年初至今玻璃行业重点公司累计收益走势图



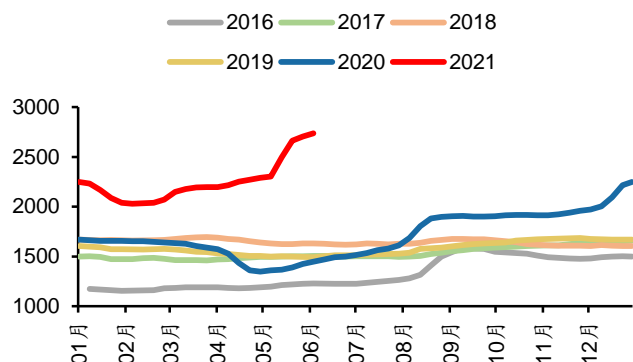
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

玻璃板块收益分化的主要原因在于价格走势分化，平板玻璃价格持续超预期上涨，光伏玻璃价格超预期下跌。归因分析来看：

（1）平板玻璃：新增供给有限，价格超预期上涨

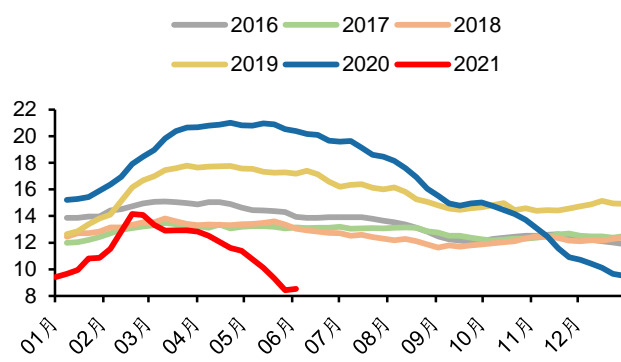
价：截止2021年6月4日，全国平板玻璃价格2736元/吨，同比+89%，年初至今均价同比+47%；库存：截止2021年6月4日，平板玻璃库存天数8.52天，同比-11.66天。背后主要原因是新增供给有限，截止2021年6月4日，剔除僵尸产能后全国玻璃总产能116958万重箱/年，同比+2.15%。

图21：全国分年份平板玻璃价格（元/吨）



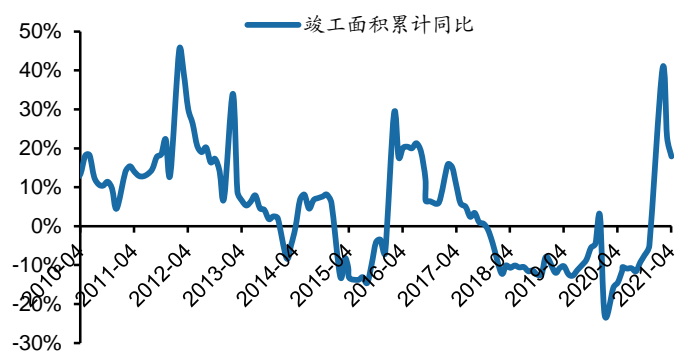
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图22：平板玻璃库存天数（天）



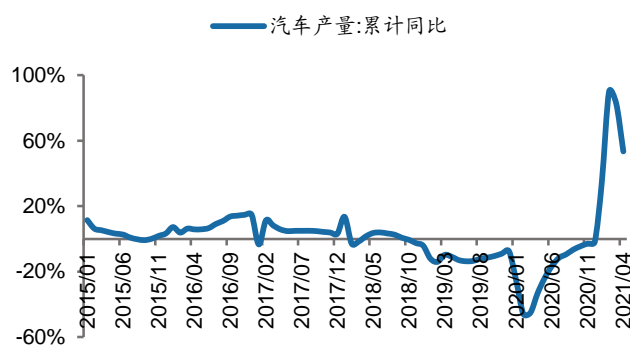
数据来源：玻璃信息网，广发证券发展研究中心

图23：房地产竣工面积累计同比



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图24：汽车产量累计同比

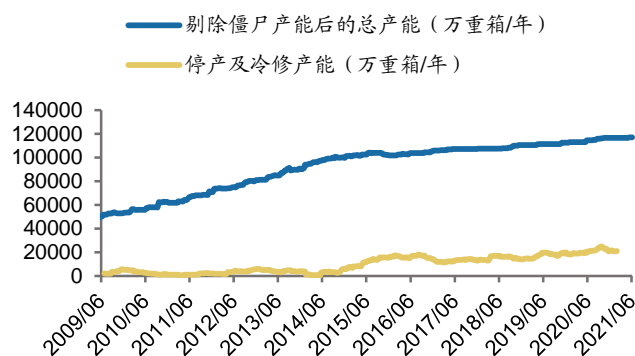


数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

（2）光伏玻璃：

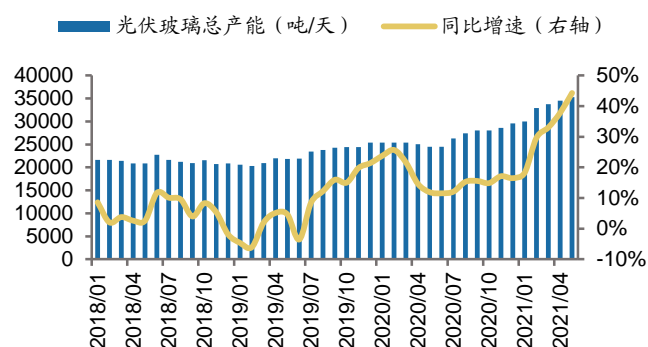
截止6月4日，3.2mm镀膜出厂价23.1元/平方米，同比-4.75%，年初至今价格下跌20元/平方米。背后原因主要是年初以来新增产能快速扩张，截止2021年5月，国内光伏玻璃产能35290吨/日，同比+44.3%。

图25：全国玻璃总产能和冷修产能



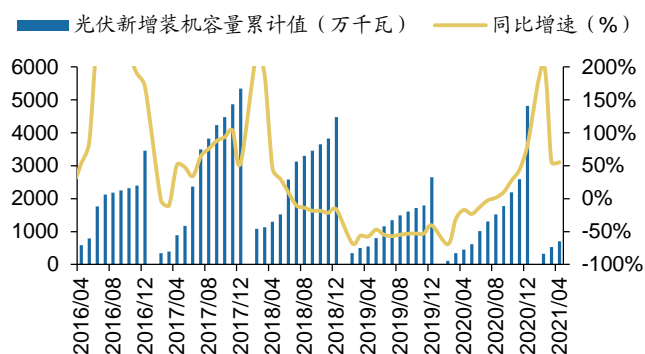
数据来源：玻璃信息网，广发证券发展研究中心

图26：全国光伏玻璃总产能及同比增速



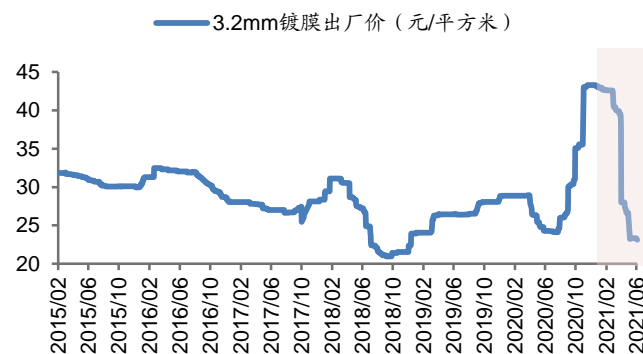
数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图27：光伏新增装机容量



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图28：3.2mm镀膜出厂价（元/平方米）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

（二）展望：平板玻璃进入持续高景气新阶段，光伏玻璃在筑底

1. 碳中和趋势下平板玻璃供给难松，大冷修周期减少行业供给，平板玻璃双龙头格局初现

碳中和趋势下供给难松，行业集中度有望进一步提升。行业自2017年以来每年新增浮法玻璃产能2000-3000t/d之间，相比以前每年的新建产能显著下降。行业新增供给被有效控制主要来自行业产能政策被严格执行，且产能置换政策趋严。而在碳中和大趋势下，通过压缩供给和燃料端改天然气是实现玻璃行业碳减排最有效的方式，因此一方面预计政策逻辑会延续，另一方面通过环保政策来推进“煤改气”以实现碳减排，有望改变行业过去劣币驱逐良币现象，加速优胜劣汰，优质企业的成本优势也越来越凸显，行业集中度有望进一步提升。

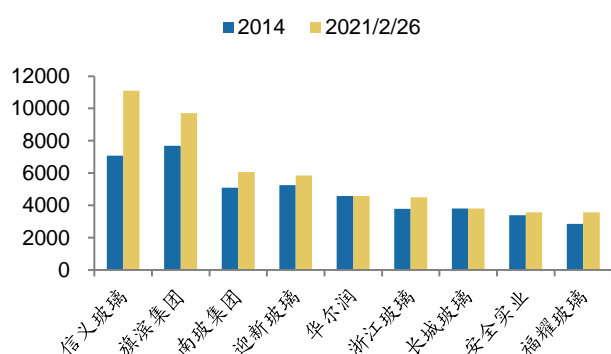
表7：一重箱玻璃燃料成本对比和燃料含碳量对比

	重油	天然气	煤制气	石油焦	煤焦油
单位热值含碳量/t·GJ	21.1×10	15.3×10	12.1×10	27.5×10	22.0×10
燃料均价 元/ m³(kg)	2.7	4.4	1.1	1.7	2.2
燃料用量 m³(kg)	9.8	8.5	20	11	10.4
燃料成本(元/重箱)	26	37	22	19.1	22.3
原材料(元/重箱)	25	25	25	25	25
人工成本和制造费用(元/重箱)	10	10	10	10	10
环保成本(元/重箱)	3	1	5	5	5
一重箱玻璃成本(元/重箱)	64	73	62	59.1	62.3
燃料占比 %	40.60%	50.67%	35.48%	32.36%	35.83%

数据来源：玻璃信息网，平板玻璃行业常用燃料相关参数（GB/T 32151.7—2015），广发证券发展研究中心

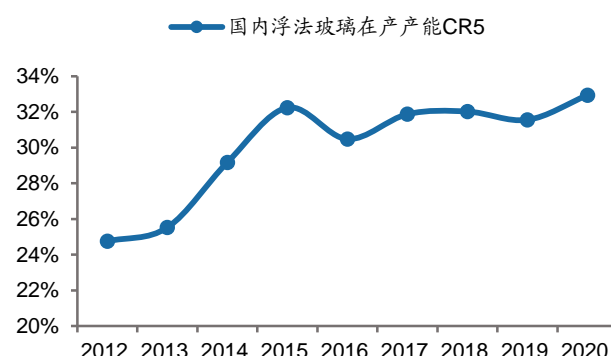
平板玻璃行业“信义+旗滨”双龙头格局初现。根据产能规模和毛利率，可以将浮法玻璃企业划分为三个梯队：第一梯队，信义玻璃和旗滨集团，产能规模分别为11000、9720万重量箱，市占率分别为11%、8%，竞争力强，毛利率显著高于同行业其他公司；第二梯队，南玻集团、迎新集团、台玻、金晶等；第三梯队，小型玻璃厂商，产能规模较少且毛利率较低。

图29：国内浮法玻璃企业总产能（万重量箱）



数据来源：wind，各公司财报，广发证券发展研究中心

图30：国内浮法玻璃在产产能CR5

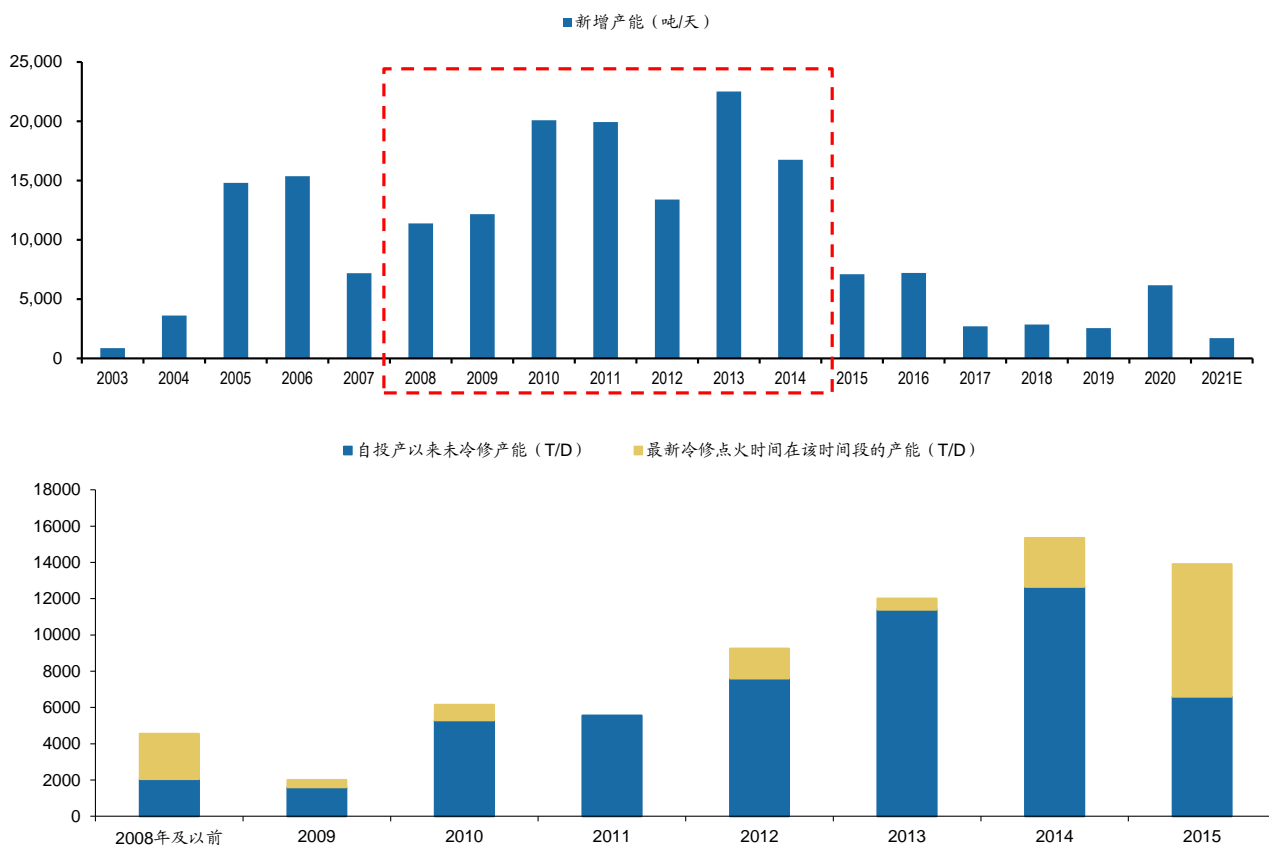


数据来源：wind，各公司财报，广发证券发展研究中心

未来5年约46%的在产浮法白玻产能面临冷修需求，大冷修周期下行业供给收紧。玻璃连续生产特征明显，玻璃窑炉运行到窑龄后期，窑体易出现局部构造薄弱受损现象，持续运行可能出现大面积坍塌，这种情况下应进行窑炉冷修（冷修周期约6个月），通常窑炉寿命在8~10年时间，我们较保守地按照10年时间进行统计（即假

设2015年投产的产线于2025年需要进行冷修), 可以看到2021-2025年有日熔量6.88万吨浮法玻璃产能存在冷修需求, 占目前在产浮法白玻产能总量(日熔量14.92万吨)的46%, 大冷修周期下行业供给有望进一步收紧。

图31: 2005年浮法玻璃新增产能开始进入大扩张周期, 未来5年约46%的在产浮法白玻产能面临冷修需求



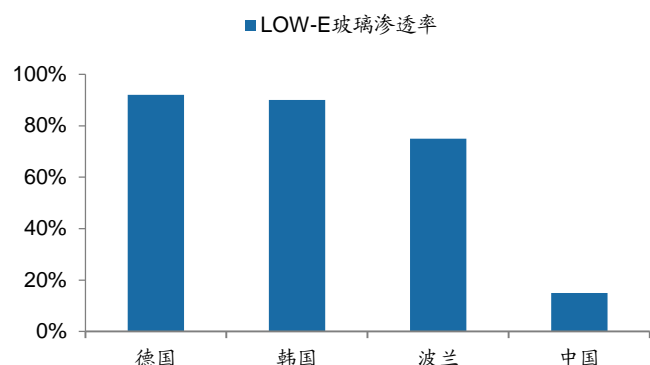
数据来源: 中国玻璃信息网, 广发证券发展研究中心

2. 平板玻璃需求年内有支撑, 长期有升级空间; 供需偏紧下可以顺利传导纯碱涨价

2020年竣工需求受疫情防控影响, 被抑制推迟, 而2020年房地产销售面积继续超预期, 在高基数基础上继续正增长, 销售-竣工剪刀差继续扩大, 2021年竣工回升既有确定性又有弹性, 这给玻璃需求带来有力支撑。

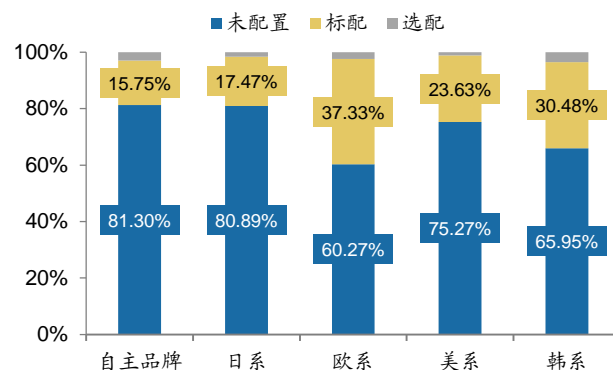
长期来看, 玻璃的需求有升级空间: (1) 建筑玻璃: 虽然新房建筑面积未来存在长期下行风险, 但单位建筑面积用量有提升空间, 碳中和下节能玻璃渗透率上升带来玻璃单玻变双玻、三玻等, 中国LOW-E玻璃渗透率也远低于欧美等发达国家, 同时消费升级下建筑开窗面积增加也有望带来单位建筑面积用量有提升; (2) 汽车玻璃: 汽车玻璃高端化和集成化趋势将带动汽车玻璃市场单位价值量持续提升, 如智能控制、节能环保、美观时尚于一体的功能型零件, 抬头显示玻璃、隔音玻璃、隔热玻璃、全景天窗等高端产品; 以全景天窗为例, 国内自主品牌全景天窗配置率相对于欧美等车系仍然较低。

图32: 各国LOW-E节能玻璃渗透率



数据来源:《我国 LOW-E 节能玻璃推广应用现状分析》, 中国建筑材料联合会, 广发证券发展研究中心

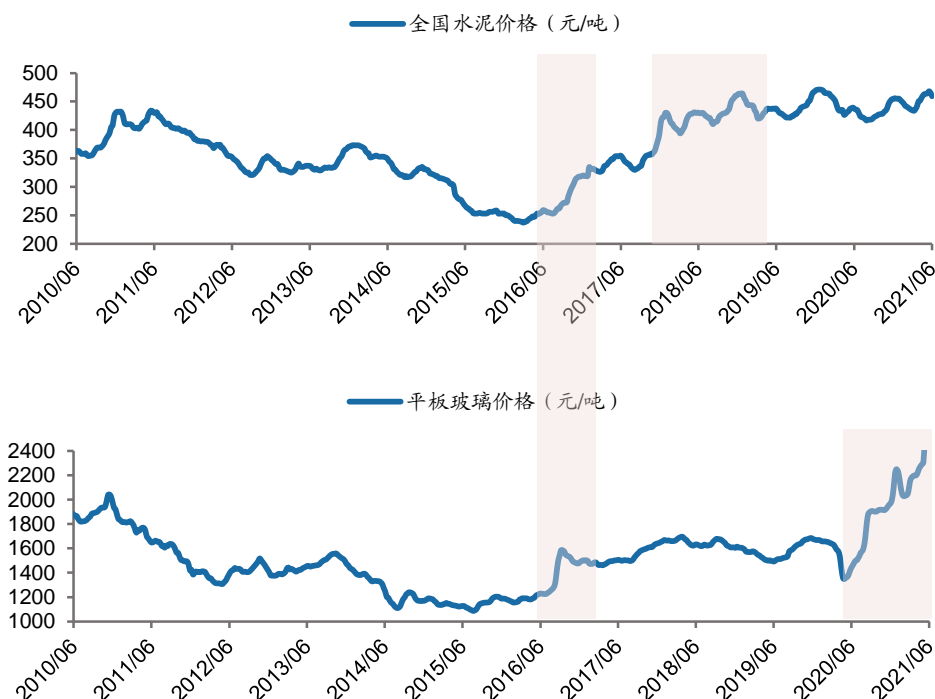
图33: 各系车全景天窗配置情况



数据来源: 观研天下, 广发证券发展研究中心

价格方面, 我们认为当下玻璃周期更像2018年的水泥, 即新增供给被控后, 价格迎来主升浪, 主升浪后由于新增供给持续很少, 价格将保持高位震荡。当下时点往后看, 供给端新增供给受限制叠加行业大冷修周期, 需求端竣工回升既有确定性又有弹性, 预计玻璃价格高位震荡。成本方面, 玻璃生产原材料成本中纯碱占比高, 复盘来看, 纯碱价格短期的暴涨会影响玻璃企业吨毛利, 但吨毛利下滑幅度较小, 时间维度上一般在季度内; 而在玻璃大的涨价周期下, 玻璃价格涨幅完全可以覆盖纯碱价格上行。

图34: 水泥与玻璃周期对比



数据来源: 数字水泥网, 玻璃信息网, 广发证券发展研究中心

图35: 全国玻璃均价、重质纯碱中间价和玻璃纯碱重油价差 (单位均为元/吨)

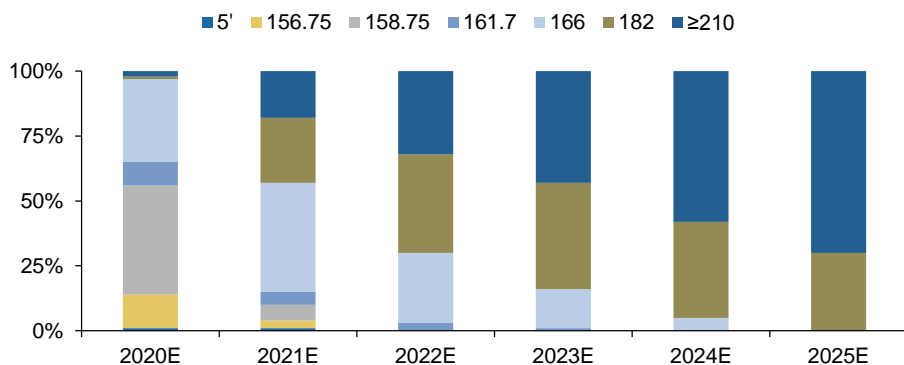


数据来源: 玻璃信息网, Wind, 广发证券发展研究中心

3. 光伏玻璃今年将筑底

2021上半年光伏玻璃价格大幅回落,一方面与供给端快速释放有关,另一方面上游硅料价格大幅上涨抑制组件厂开工率,光伏玻璃需求端亦受到压制。展望2021下半年,2021年整体新增硅料供应量集中在四季度逐步投产,光伏需求端估计要到4季度才能放量;供给端来看,今年新增供给已经持续在释放,目前处于历史较低位置的光伏玻璃价格对后续新建产能将带来抑制作用;综合供需来看,下半年光伏玻璃价格处于逐步筑底过程,不过结构方面182、210大尺寸硅片份额有望进一步提升,由于超白压延玻璃产线的宽度相对固定,大尺寸硅片将带来光伏玻璃需求结构性景气。中期来看,碳中和大背景下,光伏平价上网及双玻组件渗透率不断提升,光伏玻璃仍是快速增长的朝阳行业。

图36: PV InfoLink 硅片尺寸市占率份额变化预测



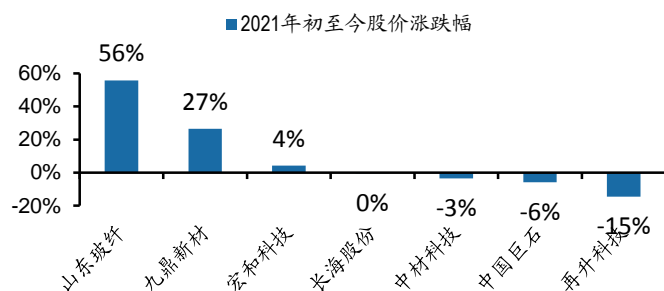
数据来源: PVInfoLink, 广发证券发展研究中心

三、玻纤：价格有望高位震荡，关注成长属性

（一）复盘：新增供给有限+全球复苏，上半年基本面持续向好

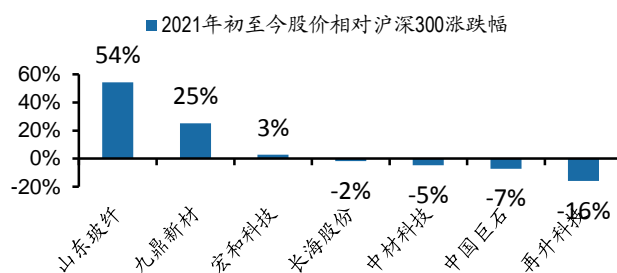
年初至今(0604)玻纤板块收益:山东玻纤绝对收益和相对收益靠前(绝对收益56%);其他主流优质公司表现都较弱。主要源自去年下半年股价前瞻性反应,估值上有一定透支。

图37: 年初至今玻纤行业绝对收益



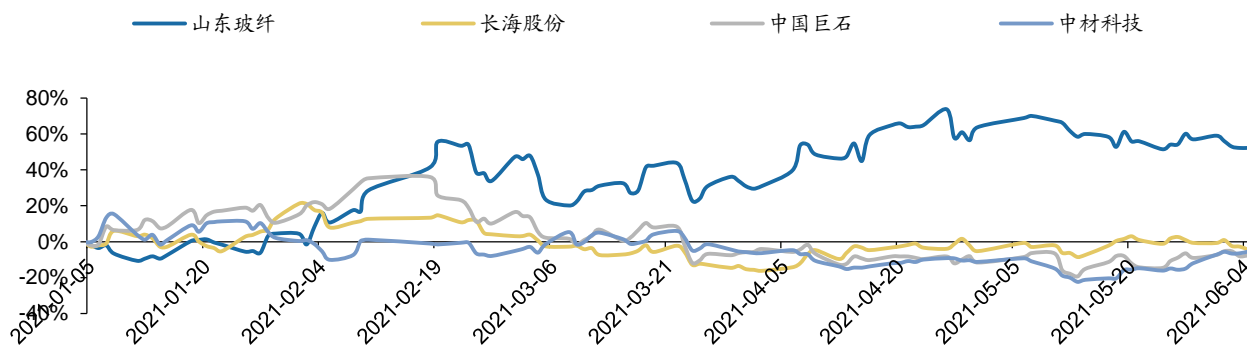
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 年初至今玻纤行业相对收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 年初至今玻纤行业重点公司累计收益走势图

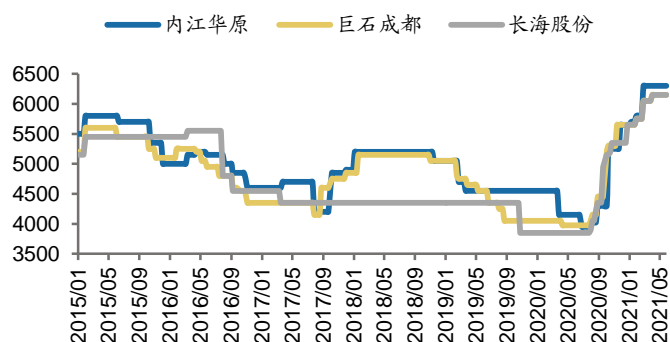


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

新增供给有限+全球复苏，上半年基本面持续向好

价: 截止2021年6月4日, 2400tex缠绕直接纱均价6200元/吨, 同比+55.3%, 年初至今均价同比+47.7%; 截止2021年6月4日, G75(单股)玻璃纤维电子纱均价16750元/吨, 同比+109.4%, 年初至今均价同比+73.4%。存货周转: 行业21Q1存货周转天数66天, 接近历史底部; 中国巨石21Q1库存周转天数60.75天, 环比20Q4下降24天, 接近历史底部水平。

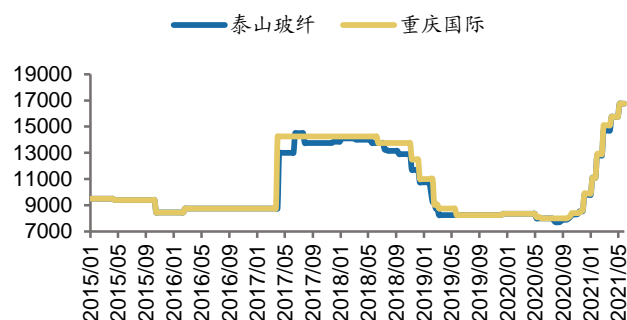
图40: 2400tex缠绕直接纱均价 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

注: 含税出厂价

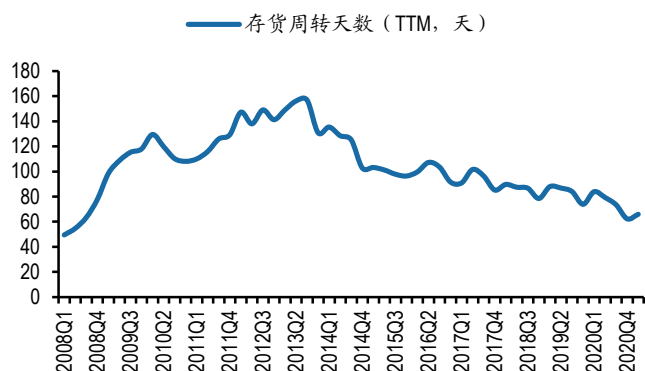
图41: G75(单股)玻璃纤维电子纱均价 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

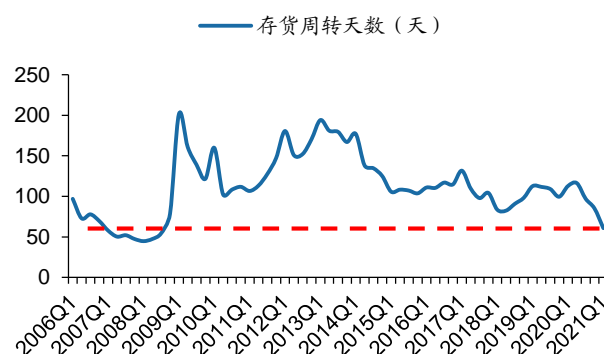
注: 含税出厂价

图42: 玻纤行业存货周转天数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

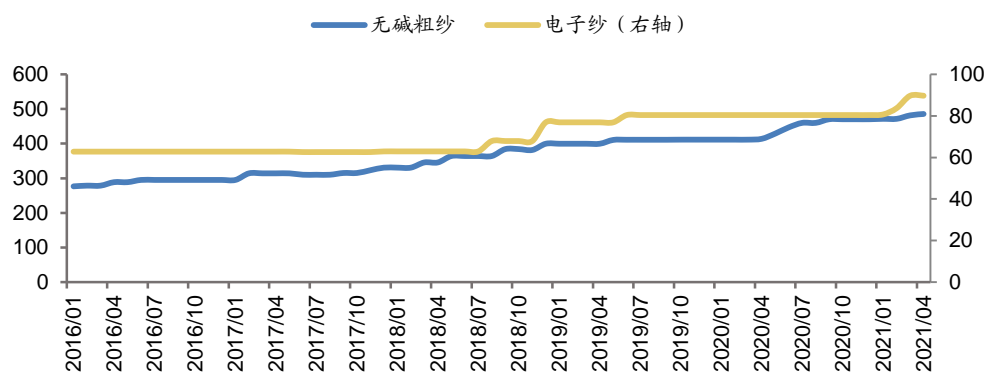
图43: 中国巨石存货周转天数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

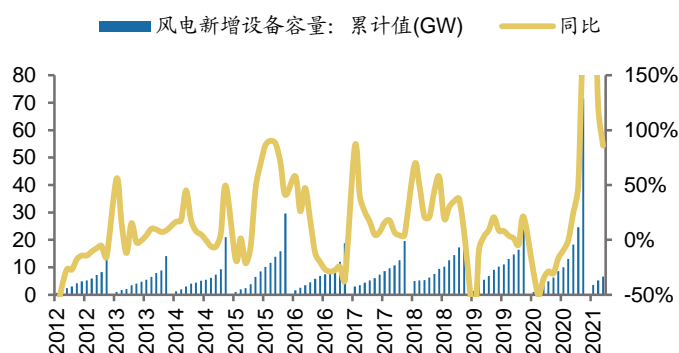
上半年基本面持续向好背后的原因: (1)供给端: 行业新增供给有限, 粗纱产能2021年初至今增加10万吨/年。(2)需求端: 国内来看, 21年4月中国新增风电装机容量6.60GW, 同比+85.9%, 相比19年4月增长20.0%; 汽车: 21年4月汽车产量859万辆, 累计同比+53.4%, 相比19年4月增长2.4%。海外来看, 全球玻纤需求与全球GDP增速明显正相关, 随着新冠疫苗接种持续推进, 全球经济复苏将带来玻纤需求回暖(摩根大通全球制造业PMI已于2020下半年快速回升)。

图44: 玻纤产能 (万吨/年)



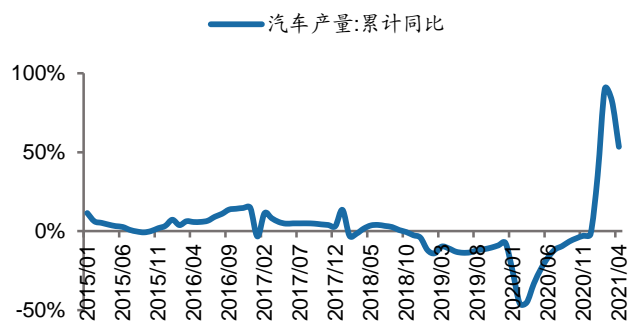
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图45: 中国新增风电装机容量(GW)



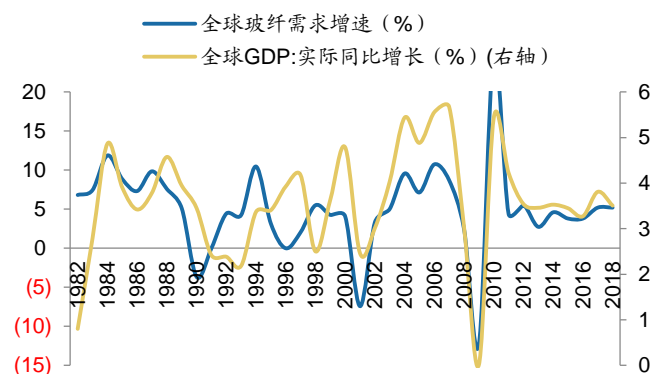
数据来源: 中国风能协会、全球风能协会, 广发证券发展研究中心

图46: 汽车产量累计同比



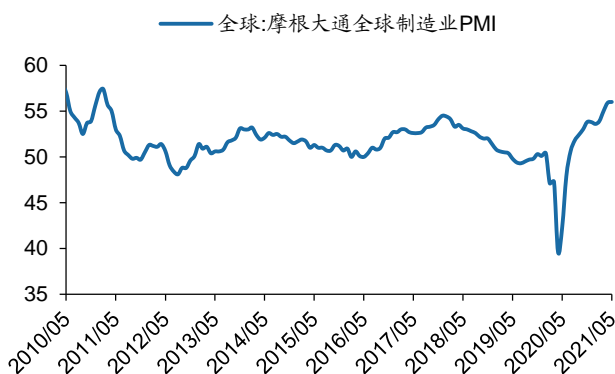
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图47: 全球玻纤需求增速与全球GDP增速明显正相关



数据来源: bloomberg, 广发证券发展研究中心

图48: 摩根大通全球制造业PMI



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）展望：下半年产能释放不大+经济继续复苏，价格有望高位震荡；优质公司的领先优势将长期存在

需求端：随着新冠疫苗接种持续推进，全球经济复苏将带来玻纤需求持续回暖；供给端：展望2021全年，上半年玻纤纱将继续保持供不应求的态势，下半年新产能（根据统计全年产能增加约50万吨）释放供需关系将走向平稳（稳价稳量），玻纤价格有望保持高位震荡态势。

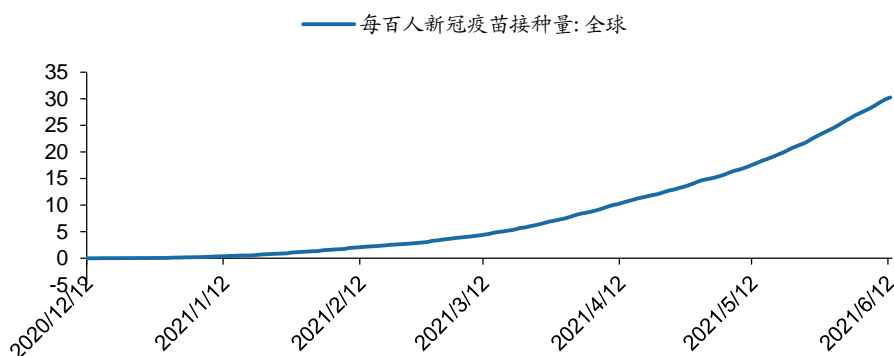
中线来看，玻纤纱需求仍将保持持续增长态势（技术进步带来成本下降，玻纤应用渗透率提升）；供给端行业存在高资金和技术（know how）门槛，优质公司巨石、泰玻、长海的竞争力和扩张能力都明显领先同行，头部企业领先优势将继续保持，行业格局分层将长期存在，行业集中度也将进一步提升。

表 8：2021 年玻纤行业预计新增产能

2021 年预计新增产能			（万吨）	备注
邢台金牛	投产	邢台三线 10 万吨产线	10	2021 年 3 月
重庆国际	投产	F08 先冷修复产	12	2021 年 4 月 7 日
长海股份	在建	年产 10 万吨玻纤生产线	10	预计 2021 年投产
中国巨石	冷修	埃及 8 万吨生产线预计冷修技改至 12 万吨	4	预计 2021 年投产
中国巨石	在建	桐乡智能制造生产线 15 万吨	15	预计 2021 年下半年投产
合计			51	

数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图49：全球每百人新冠疫苗接种量（剂次）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）高价格下，公司内生成长属性更重要

1. 长海股份：新一轮规模扩张呈加速态势

5月14日公司董事会审议通过《关于拟投资建设60万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目的议案》，拟在江苏省常州市经济开发区投资建设4条年产15万吨玻纤池窑拉丝生产线，根据可行性研究报告，预计总投资63.47亿元，总建设周期54个月（一期30个月，二期24个月）。

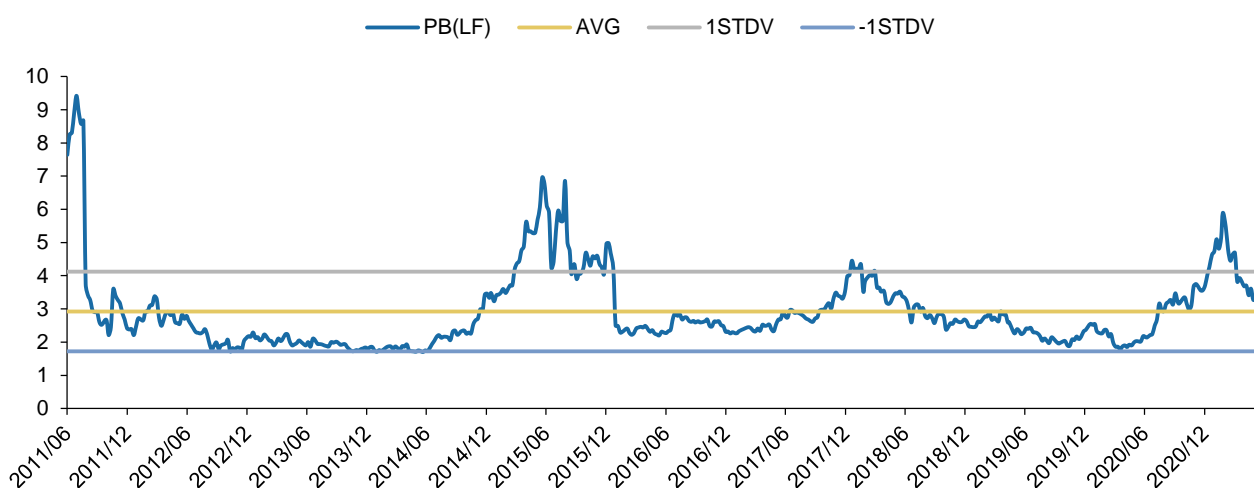
新一轮规模扩张呈加速态势。2020年公司资本开支2.68亿元，同比+237%，21Q1资本开支达3.56亿元，超过2020全年水平；2021年公司10万吨玻纤池窑投产后，新增50%的玻纤产能；同时10万吨不饱和树脂技改和新建5条薄毡线也有望在2021年完成；在不考虑其他投资计划前提下，预计2025年-2026年公司玻纤纱总产能将达到90万吨，预计其制品等产业链配套也将保持同比例扩张。

降成本+调结构同步推进，盈利能力存在内生提升空间。公司内生增长加速不仅仅体现在产能的扩张上，更重要的是：（1）玻纤纱、制品、树脂业务规模扩张的同时，通过技改将带来单位成本下降；拟投产的4条15万吨大线是业内规模最大单线，比老线更有竞争力，单位成本预计进一步下降；（2）公司逐步增加玻纤纱上游的配套率，比如浸润剂，一体化布局将进一步带来单位成本下降；（3）高端高毛利率产品（热塑纱、风电纱等）占比的提升，有望提升整体盈利水平。

2. 中国巨石：十四五仍将保持双位数扩张，产业资本持续增持

中国巨石第二大股东振石集团实际控制人之直系亲属张健侃先生分别于5月13日、5月17日增持公司股份899.87、267.69万股，两次增持金额合计1.98亿元。公司是全球玻纤行业龙头，护城河牢固，长期竞争优势领跑行业，考虑到公司十四五期间仍有近一倍的产能扩张空间（公司2020年度业绩会提到十四五期间每年30-40亿资本开支），且产品结构将继续优化（高端产品占比将进一步提升），公司内生增长仍将保持较好态势；目前PB估值已处于略高于历史均值水平，估值风险已不大，性价比开始显现。

图 50：中国巨石PB估值已处于略高于历史均值水平



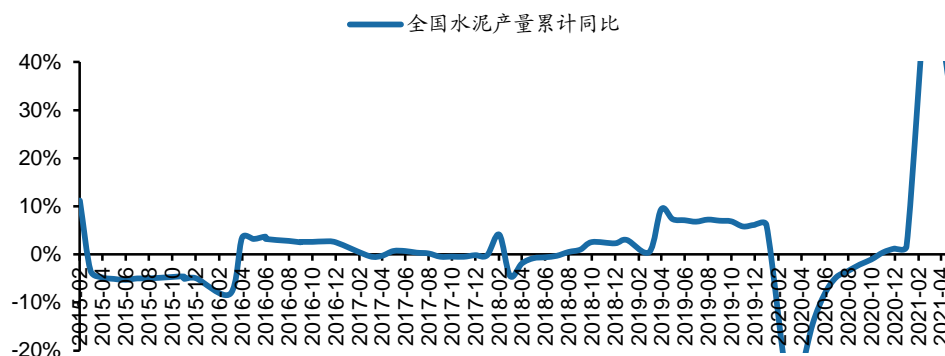
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、水泥：高价稳定弹性有限，寻找第二成长曲线

（一）2021 年上半年复盘：去年低基数下需求回升，区域表现有分化

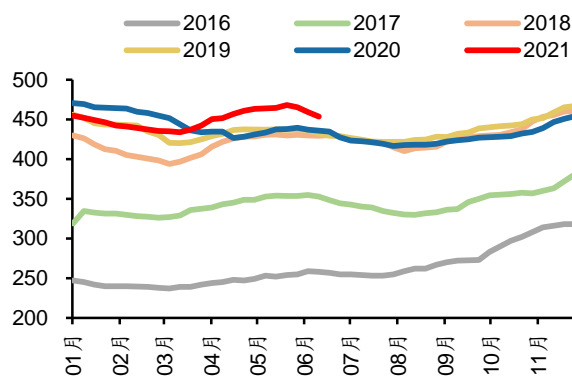
2021年上半年水泥行业景气回升，煤价大幅上涨影响毛利。一方面体现在全国水泥需求在去年低基数下高增长，2021年1-4月全国水泥产量累计同比增长30.1%；另一方面体现在春节后水泥价格持续上涨，直到5月底淡季回落，截止2021年6月11日，全国省会城市水泥均价454元/吨，同比高出17.83元/吨，其中二季度均价创出历史同期的新高，但由于煤炭价格大幅上涨，2021年年初以来动力煤(Q5500)均价同比上涨47%，目前水泥煤炭价格差低于去年同期。

图51：全国水泥产量累计增速



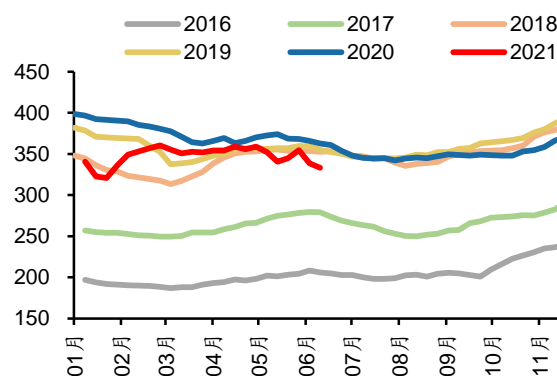
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图52：全国水泥均价（元/吨）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图53：全国水泥煤炭价格差（元/吨）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

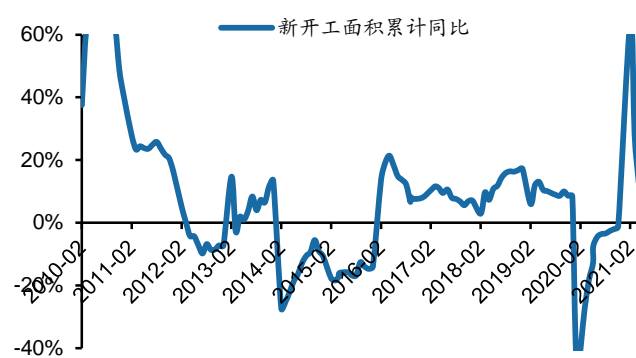
归因分析，主要是还是行业供需保持较好态势。（1）供给方面：整体新增供给仍然很少；根据数字水泥网，预计2021年新增产能2145万吨，新增供给的影响主要是西南，尤其是云南。（2）需求方面：需求处于疫情后恢复之中，地产和基建需求同比保持高增速；2021年1-4月房地产投资增速21.6%，新开工增速12.8%；狭义基建增速18.4%，广义基建增速16.9%。

图54: 全国房地产开发投资累计增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图55: 全国房地产新开工面积累计增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图56: 全国房地产施工面积累计增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图57: 全国狭义基建累计增速



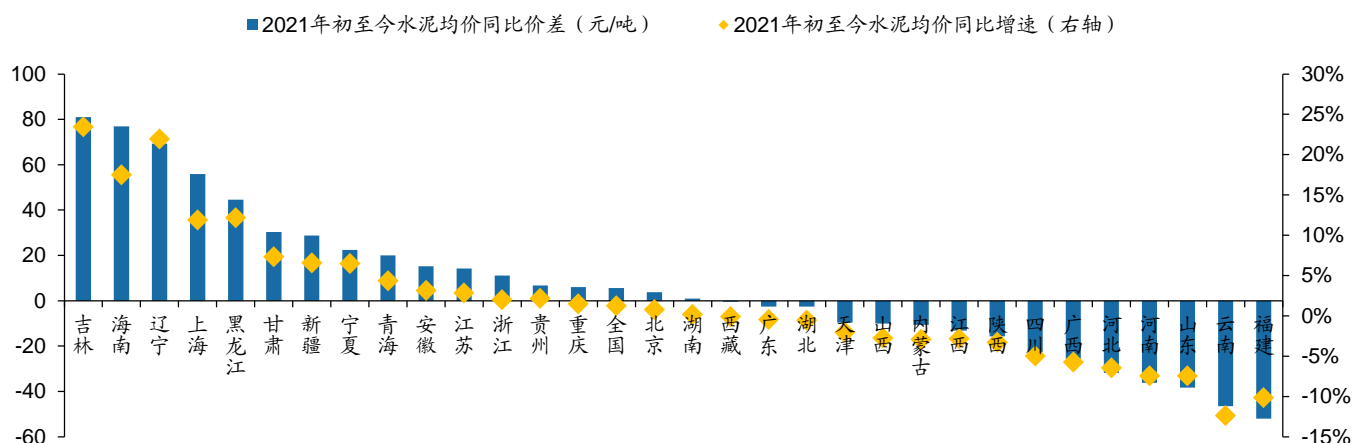
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

分区域来看: (1) 长三角: 景气度最高。截至2021年6月11日, 长三角省会城市水泥均价515元/吨, 同比+30元/吨, 景气度在全国各区域最好, 一方面因为长三角需求较好, 2021年1-4月水泥产量累计增速33.33%; 另一方面, 区域供给格局好, 江浙沪皖数量产能CR2达63%, CR5达75%, 2020年海中平台贸易量占长三角产量30%, 大企业对区域市场控制力较强。(2) 两广: 广东景气较高, 但受到广西低价水泥冲击。截至2021年6月11日, 两广省会城市水泥均价495元/吨, 同比-15元/吨, 受雨水天气影响下游需求减弱, 4月份以来广西水泥价格持续下跌、库容比上升、出货率下降, 低价水泥进入广东, 但广东水泥需求较好(春节水泥需求恢复快, 3月中旬以来保持约100%出货率)、较低的库存使得广东直到5月底才步入淡季(价格下调30元/吨)。(3) 两湖: 湖北地区需求弹性大, 湖南上半年单边下跌。截至2021年6月11日, 湖北水泥均价525元/吨, 同比+30元/吨, 2021年1-4月湖北水泥产量同比增长114.5%, 在去年低基数下需求大幅回升; 截至2021年6月11日, 湖南水泥均价470元/吨, 同比-45元/吨, 2021年1-4月湖南水泥产量同比仅增长12%, 上半年湖南受雨水天气和环保督察影响较为严重, 下游需求一般, 春节后水泥价格几乎呈现单边下跌态势。(4) 西南: 贵州和云南表现较差。截至2021年6月11日, 西南地区省会城市均价385元/吨, 同比下跌13.75元/吨, 为六大区域中唯一下跌的区域, 主要来自贵州和云南分别同比下跌25元/吨、30元/吨。2020年云南新点火5条生产线共新增577万

吨/年的产能，贵州新点火3条生产线共新增465万吨/年，较多的新增产能和较低的集中度使得区域供给端恶化，在煤价大幅上涨的背景下云贵水泥价格仍不及去年同期。

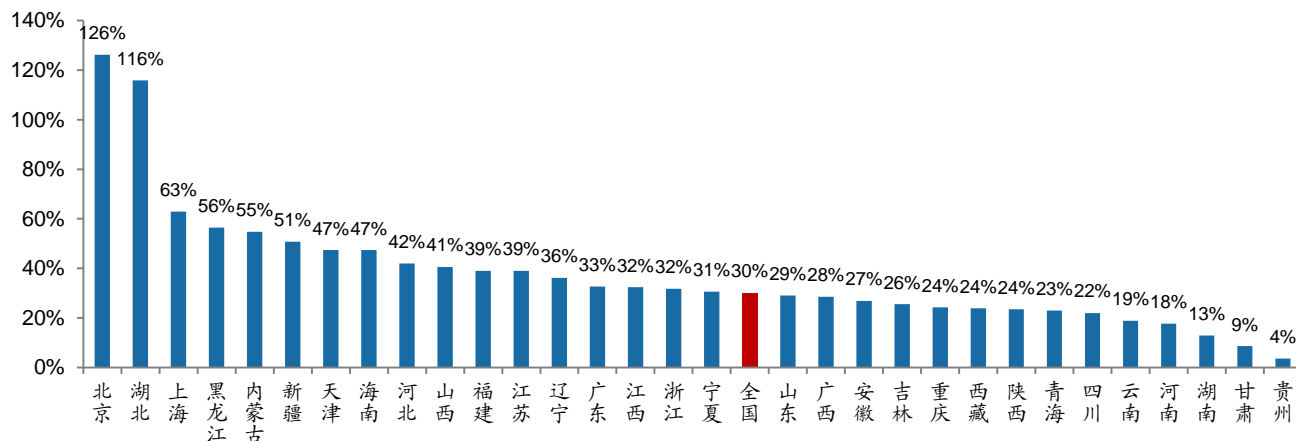
上半年水泥公司业绩增速可以从两个指标来判断，一是所在区域产量同比增速，二是所在区域均价同比涨幅。从产量来看，由于去年上半年疫情影响1-4月份低基数，各区域水泥产量同比均高增，尤其是湖北1-4月同比增长116%，两湖、京津冀、长三角、两广水泥需求增速高于全国，成渝、陕甘、西南地区水泥需求增速低于全国；从水泥价格来看，长三角景气最高，2021年年初至今的水泥均价同比上涨24元/吨，同比增速为4.8%，其次是陕甘地区同比上涨7.3元/吨，同比增速为1.6%，全国水泥均价同比上涨5.7元/吨，同比增速为1.3%，两湖、成渝、两广、京津冀、西南地区水泥均价均未超过2020年同期。综合来看，需求同比高增的湖北地区、量价齐升的长三角地区企业可能会表现更好。

图58：2021年初至今与2020年同期高标水泥价差及提升幅度



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

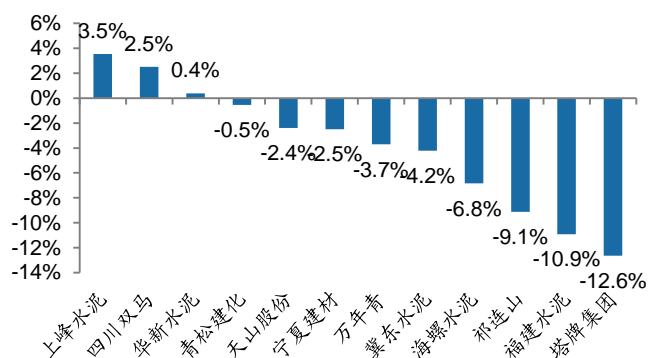
图59：全国各地1-4月水泥产量累计同比增长



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

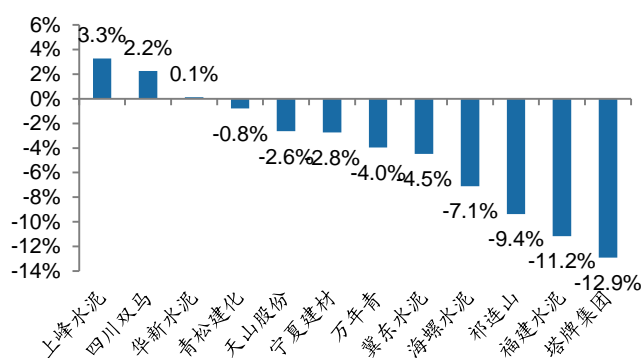
从年初至今的股份表现来看，水泥行业中只有上峰水泥、四川双马和华新水泥跑赢沪深300指数，相对收益率分别为3.3%、2.2%、0.1%，水泥板块整体跑输大盘，原因是水泥量价缺乏弹性，板块整体收入和利润低增速；公司间分化（水泥股涨幅）主要体现在为公司业绩弹性预期，华新水泥去年受疫情影响最严重、短期业绩弹性较大、中线增长点，上峰水泥兼具区域景气度和公司扩张弹性，两个公司均取得相对收益。

图60：水泥公司2021年初至今股价涨跌幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图61：水泥公司2021年初至今股价相对沪深300涨跌幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）2021年下半年展望：高价稳定，弹性有限

1. 供给：新增产能较少，局部区域有压力但不影响核心区域；错峰生产范围扩大
新增供给少，局部有压力但不影响核心区域。根据数字水泥网，预计全年新增熟料产能两千多万吨，冲击不大，主要是西南地区，考虑到西南地区中长期需求增速较高、错峰生产范围扩大、行业自律加强，供给端的冲击在减弱。

表9：2021年预计新点火产线和产能

省份	企业	规模 (t/d)	年产能 (万吨)
湖南	永州莲花水泥有限责任 (红狮)	5000	155
湖南	湖南湖南韶峰南方水泥公司	8000	248
贵州	贵州黔北西南水泥有限公司	3200	99.2
云南	云南丽江巨龙交通能源投资有限公司	2500	77.5
云南	云南易门大棒树水泥 (昆钢&华润)	5000	155
云南	彝良毛坪 (彝良晨狮建材有限公司)	2500	77.5
云南	丽江古城西南水泥有限公司	5000	155
云南	富源远东金源水泥有限公司	5000	155
云南	祥云建云水泥有限公司 (红狮收购)	3000	93
西藏	日喀则珠峰城投	4000	124
西藏	西藏中材祁连山水泥 (山南)	4000	124

西藏	西藏昌都开投	2000	62
陕西	冀东铜川	10000	310
陕西	尧柏铜川	10000	310

数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

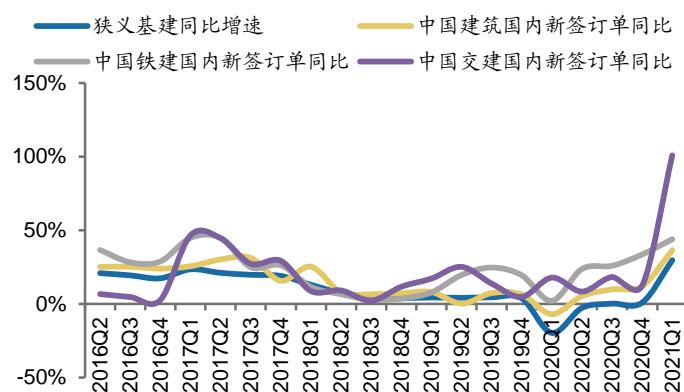
错峰生产生产范围继续扩大，今年云南执行。工信部和环保部联合发文《2016-2020年期间水泥错峰生产工作通知》明确了2016-2020年错峰生产常态化，2020年12月28日，工信部和生态环境部联合发文《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，推动全国水泥错峰生产地域和时间常态化，2021年5月21日，工信部等七部门《关于提升水泥产品质量规范水泥市场秩序的意见》继续明确推动常态化错峰生产“推动错峰生产地域和时间常态化，实施跨省、跨区域错峰生产联动机制。通过合理缩短水泥熟料装置运转时间，有效压减过剩产能，减轻采暖期大气污染。对于不执行行规行约、不守信、不开展错峰生产的企业，必要时进行约谈；情节严重的，限制其生产线作为产能置换指标交易”。由于错峰生产较好执行，2016-2020年每年的实际存量产能被严格压缩，带来了持续的行业供给收缩，使得供需关系得以优化；2021年错峰生产范围进一步扩大，2021年1月云南省水泥协会发布的《关于云南省水泥企业春节错峰生产的指导意见》提及：全省春节错峰限产不低于30天（单线企业停窑不少于30天；双线企业每条线停窑不少于25天），4月下旬行业自律推动云南水泥价格触底回升。

2. 需求：预计今年保持低速正增长态势

地产需求：在地产三道红线背景下，地产商拿地和新开工积极性不强（但施工竣工很强），不过考虑到地产销售仍保持较好态势，后续新开工也不会差，综合来看今年低增速。

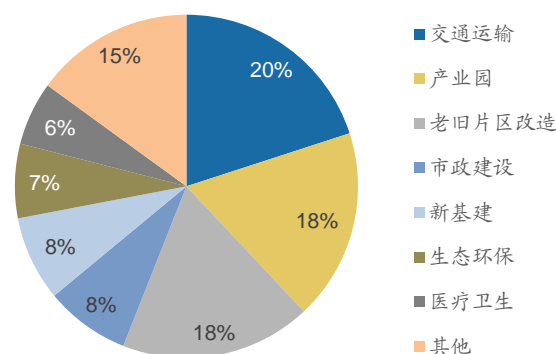
基建需求：需求端和资金端双双支撑后续基建投资保持一定程度的稳定性。（1）从项目端来看，去年政策影响下新开工一批保增长工程项目，将延续到今年；国家十四五规划提出“加快建设交通强国、加强水利基础设施建设”、“加快补齐基础设施、市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板，推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，支持有利于城乡区域协调发展的重大项目建设”，各地也纷纷发布的“十四五规划”，对铁路公路等交通、能源工程、水利工程和新基建工程等基础设施进行规划，十四五期间基建项目储备充足，能够保障中长期水泥需求。从微观数据来看，中国建筑、中国铁建、中国交建等龙头央企订单领先基建增速1-3个月，其订单回升显示未来基建增速有望向上修复。（2）资金端支持下，后续基建需求有望持续发力。从专项债投向来看，2021年共计36500亿元的新增专项债额度在一季度仅使用了150亿元，且集中于三月，四月共计发行新增专项债2056亿元，2021年3-4月基建类投向占比高达64%，这一占比显著高于去年下半年的49%，估计和去年政策影响下不少新开工基建项目有关。根据我司宏观小组的观点：开年以来新增债发行节奏明显偏慢，进而导致同期的财政支出也相对偏弱，这两项因素共同导致了地方财政存在一定的后置特征，它可能是下半年经济的稳定器之一；预计财政后置效应对二季度的投资端起到一定的支撑作用，大概率也将对四季度投资端产生滞后提振效应。

图62：央企订单领先基建增速1-3个月



数据来源：公司经营公告，Wind，广发证券发展研究中心

图63：3-4月专项债基建类投向占比达64%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 价格：水泥价格仍将保持高位运行

由于去年长江流域有大范围暴雨洪涝灾害影响、企业错峰低预期、部分区域疫情仍有反复，今年供需同比有所改善，预计下半年水泥价格将继续高于去年同期。

煤价大涨是下半年影响因子，但也不用过分担忧。煤炭占水泥成本最大（超过30%）且变动较为频繁，是水泥成本最大的变动因素。根据海螺水泥《2020年社会责任报告》，2020年海螺水泥单吨熟料煤耗0.14吨，考虑水泥/熟料比例，单吨水泥煤耗约为0.1吨。即煤炭上涨100元/吨，吨水泥成本上涨10元/吨（若考虑煤电联动，成本上涨更多一些）。复盘历史煤价上涨时期，除2020年底-2021年初煤价暴涨叠加水泥步入淡季低预期，使得水泥煤炭价格差短期下滑外，一般水泥价格上涨均能够覆盖煤炭上涨。煤炭上涨初期+水泥处于淡季价格涨价有压力，可能会短期影响水泥企业盈利，但随后水泥价格均会上涨带来企业盈利回升。

（三）“碳中和”有望带来供给总量继续压缩和大企业份额提升

据数字水泥网，2020年我国水泥行业碳排放约13.75亿吨，占当前全国碳排放总量（约102亿吨）约13.5%，在工业行业中仅次于钢铁（钢铁碳排放量约占全国15%），因此水泥行业必将是2030年碳达峰、2060年碳中和目标的重点碳减排行业。

水泥行业碳排放主要来自两方面，一是水泥原材料中80%-85%是石灰石，生产窑中的原材料碳酸盐分解产生二氧化碳排放，约占2/3，二是燃烧需要消耗大量燃料，水泥主要使用煤炭作为燃料，煤炭几乎是所有化石能源中含碳量最高的一种，燃烧产生的二氧化碳约占1/3。水泥行业可行的碳减排的路径主要有三种：（1）通过严格的产业政策压减供给：以错峰生产和产能减量置换两大政策为抓手，继续推进供给侧结构改革；（2）技术性减排：主要包括提高能源效率、使用替代燃料、熟料或原料替代、碳捕集与碳封存等；（3）碳排放市场交易，从其他行业购买指标，未来如何分配水泥企业碳排放指标。当前时点，压缩供给是碳减排最有效方式，未来仍需依靠企业技术性减排；有技术优势的大企业将占优（如华新水泥窑协同处置占比50%），技术实力差的企业成本将增加、生产会受到更严格约束，行业集中度有望进一步提

升。

表10：海螺水泥技术性碳减排方式

	提高能源利用率	采用替代燃料	选用替代原料	充分回收利用水泥窑余热	富氧助力水泥熟料煅烧	水泥窑烟气二氧化碳捕集利用
案例	海螺 CZ 公司 3#线项目	海螺 ZL 公司生产线	海螺 LP 公司	余热发电系统	海螺 CZ 公司 2#线	水泥窑烟气二氧化碳捕集纯化项目
具体方式	采用多种方式提升能效：如生料粉磨系统更换为辊压机终粉磨系统以降低电耗，预热器系统采用低阻旋风筒和管道式分解炉等	开发使用稻草、油菜秆及树皮等生物质替代燃料系统	采用黄磷渣、电石渣、粉煤灰、硫酸渣等工业废料替代部分原料	利用预热器出口和篦冷机中段出口的废气余热进行发电，同时利用发电锅炉后的废气余热进行物料的烘干	制取富氧代替一次风和窑炉送煤风，助力煤粉的燃烧，提到火焰的强度和窑内温度	
单项目减碳幅度	按年产熟料 200 万吨，全年减少二氧化碳排放约 67500 吨	替代燃料项目总规模 30 万吨/年，年减排二氧化碳 20 万吨。	吨熟料煤耗下降 1.5kg	/	按年产熟料 200 万吨，全年减少二氧化碳排放约 31000 吨。	5 万吨（0.0024%）
若全公司推广，减碳量及幅度	850 万吨（4.3%）	2800 万吨（14.0%）	/	790 万吨（4.0%）	370 万吨（1.9%）	/

数据来源：水泥网，广发证券发展研究中心

表11：2020年华新水泥各类废弃物处置能力和处置量

项目	生活垃圾	市政污泥	污染土	漂浮物	危废	一般废弃物	总计
处置能力（含运营/在建，万吨）	439.2	77.28	22	7	60.672	10	616
2020 年处置量（万吨）	206	60	13.63	5.6	4.36	4.02	294

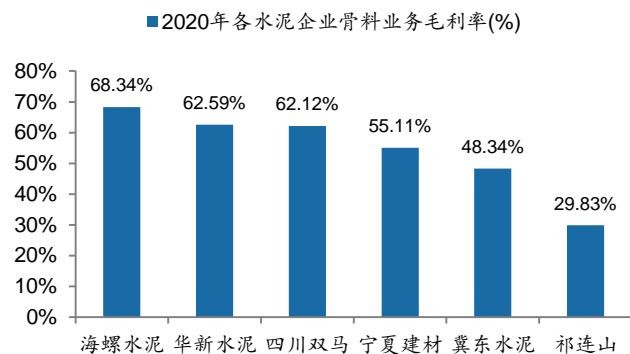
数据来源：公司 2020 年社会责任报告，广发证券发展研究中心

（四）水泥价格高位震荡缺乏弹性，如何寻找水泥行业的第二成长曲线

骨料和混凝土业务是水泥业务的天然延伸，水泥企业进入骨料和混凝土业务具备显著优势，纵向一体化拓展水泥产业链也是国际水泥巨头的必经之路。（1）砂石骨料年用量近200亿吨，万亿市场，机制砂占比逐年提升；骨料是超级短腿产品，资源属性带来高盈利壁垒，海螺水泥和华新水泥骨料业务毛利均超60%。目前矿山开采中的小企业众多，集中度很低，但矿山大型化、规模化已经成为趋势，大企业具备优势。水泥企业进入骨料行业具备优势，体现在低成本矿山资源优势、码头资源、渠道和业务协同等。（2）混凝土是水泥下游，水泥企业通过延伸产业链来增加产品附加

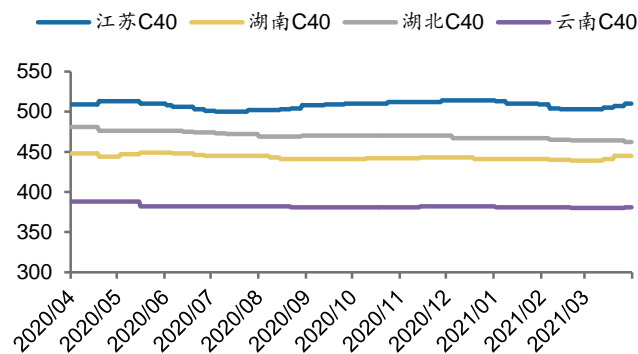
值，同时混凝土价格波动非常低，不像水泥具有显著的季节性，有利于降低盈利的波动性。

图64：2020年各水泥企业骨料业务毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

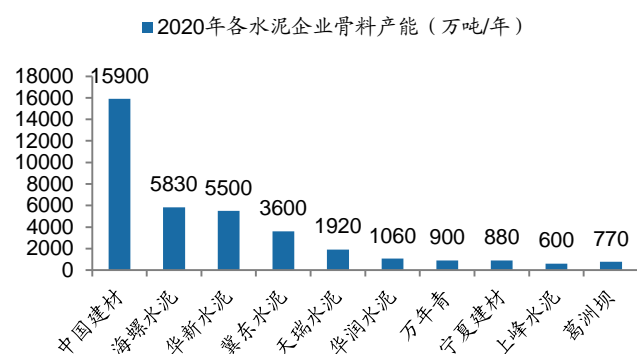
图65：C40 混凝土价格（元/立方米）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

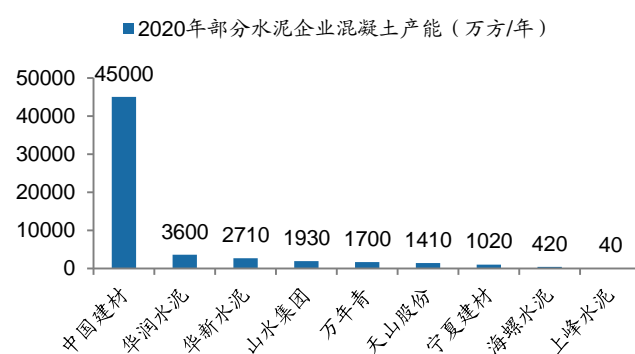
水泥价格高位震荡缺乏弹性，如何寻找水泥行业的第二成长曲线。2014年以来全国水泥年产量大致维持在23-24亿吨，保持低增速或负增速，水泥价格自从2016年供给侧改革以来逐年上涨持续到2019年，近两年全国水泥价格同比效应逐渐减弱，水泥量价弹性较小，为寻求其他增长点，水泥企业纷纷布局骨料和混凝土业务，其中，中国建材骨料和混凝土产能最多，海螺水泥表现较谨慎，华新水泥正在加速。

图66：2020年部分水泥企业骨料产能



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图67：2020年部分水泥企业混凝土产能

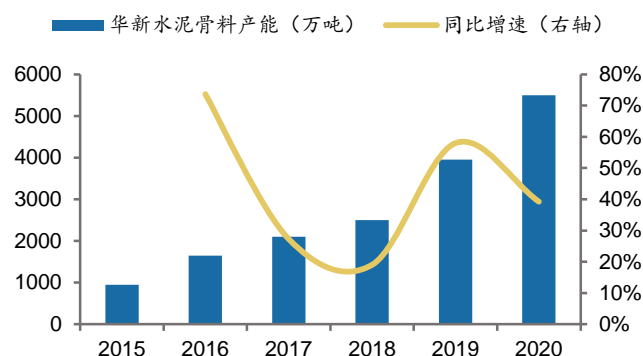


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

华新水泥“水泥+”业务弹性较大，有望成为新的增长点。2020年华新水泥产能达到1.15亿吨/年（含联营企业产能），按照1方混凝土需要1/3吨水泥和2吨骨料，骨料和混凝土产能配套空间巨大。2020年华新骨料产能达到5500万吨/年，在建骨料项目11个，建成后公司骨料年产能将达到2亿吨，其中，2020年12月28日开工建设的阳新亿吨机制砂石项目，一期有望在今年底投产，建成后将大大提升公司骨料业务竞争力。骨料产能持续扩张，为公司混凝土一体化布局打下基础，2020年华新混凝土业

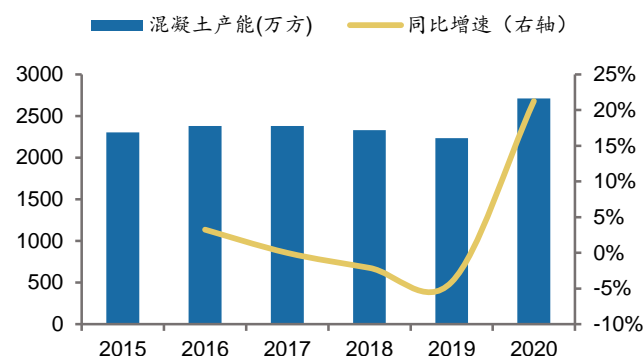
务产能达到2710万方/年，预计将加速扩张。

图 68: 华新水泥骨料产能和同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 69: 华新水泥混凝土产能和同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

五、投资策略：供给趋势为主，需求景气为辅

建材行业目前已经步入供给是主变量、需求是次变量的新阶段，我们研判需立足于供给趋势为主、需求景气为辅，寻找成长空间较大的优质公司。

（1）消费建材：地产后周期高景气度是今年亮点，行业集中度提升是行业主趋势，我们继续看好具备综合竞争力的综合性建材龙头——北新建材、坚朗五金、东方雨虹；同时，基于行业景气因子看好地产后周期品种——兔宝宝、伟星新材、科顺股份、蒙娜丽莎。**（2）玻璃：**平板玻璃价格淡季继续超预期上涨，行业进入持续高景气新阶段，光伏玻璃在逐步筑底，继续看好双拐点期的旗滨集团。**（3）玻纤：**行业景气有望保持高位震荡，行业格局和优质公司领先优势将持续，继续看好新一轮扩张期的长海股份，中国巨石已具备良好性价比；**（4）水泥：**水泥价格中期稳定性强，华新水泥内生增长值得期待。

六、风险提示

宏观经济继续下行风险，货币房地产等政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，公司经营风险。

广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。