



建材

2020.11.04

评级:

增持

上次评级:

增持

分化之中依然有新赛道

——A/H 建材龙头 2020 年三季报总结

	鲍雁辛(分析师)	黄涛(分析师)	赵晨阳(分析师)
	0755-23976830	021-38674879	0755-23976911
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001	S0880519100005

本报告导读:

总结 2020 年三季报, 早周期复苏态势延续, B 端逻辑的继续分化, C 端业绩强势复苏。

摘要:

- **维持建材行业“增持”评级:** 我们认为布局建材核心资产, 沿着几条逻辑路线: 全球尤其是海外需求的确定性恢复, 推荐中国巨石、福耀玻璃、中材科技等; 竣工装修端及 C 端的修复, 推荐信义玻璃、伟星新材、旗滨集团、北新建材等后周期建材; 精装 B 端集中度提升逻辑改变, 推荐业绩确定性和行业地位较好东方雨虹、中国联塑及蒙娜丽莎与科顺股份。水泥板块期待低估值接力, 我们继续推荐华东华南水泥板块的海螺水泥、上峰水泥、华新水泥及江西水泥股等, 港股中国建材、华润水泥, 华北冀东水泥, 西北祁连山等;
- **水泥三个论断的继续验证:** 纵观大类周期品 2020Q1-Q3 的经营情况, 水泥收入增速、利润增速继续周期品中领先, 并且在 2020Q1 的压力测试期中盈利高位维持, 再次验证我们对于水泥是“最好的周期品”、“后工业时代资源品”的判断。从 9 月水泥所反映的真实需求判断, 整体宏观需求强劲, 打消了市场对于水泥 Q4 业绩同比下滑的担忧。并且水泥分省数据, 呈现出一个久违又熟悉的特征, 区域分化环比开始明显, 也就是我们说的“有钱的地方猛干”, 这意味着后疫情时代, 政策力度走向正常后行业的发展趋势。
- **玻纤行业涨价渐呈超预期演绎;** 9 月始, 玻纤整体趋势性涨价开启, 电子布价格亦开启上涨, 节奏及力度大超市场预期。我们认为随着汽车以及海外需求的复苏, 以及基建、风电需求的旺盛, 下半年需求好于上半年, 而明年将好于今年, 玻纤正站在新一轮景气周期起点。
- **玻璃行业景气领跑, 20Q3 量价弹性高展。** 从今年玻璃行情的演绎层面, 20Q1 受疫情影响, 玻璃库存创历史峰值, 玻璃价格亦单边下行触碰 2017 年后最低点, 一季度玻璃企业盈利由此探底; 但 4-5 月高窑龄产线集中停产, 叠加竣工需求复苏, “V”型反转开启, 而三季度行业景气度持续推升, 量价弹性展现, 玻璃行业盈利超 2019 年四季度峰值。我们认为四季度玻璃行业将延续高景气, 企业盈利较三季度大概率将再至新。
- **消费建材: C 端迎来复苏拐点, B 端分化的下半场已然开启。** 从施工顺序的角度来看, H1 期间疫情爆发后顺序较靠前的开工施工端品种(防水材料, 管道等)率先恢复增速领先, 而 Q3 中 C 端品种亦迎来增速由负转正的关键节点。同时 2020Q3 期间不同行业乃至不同企业的现金流等经营质量指标也开始呈现明显的分化, 我们认为随着部分地产商加杠杆的步伐受到约束, 以及精装修渗透率红利褪去, B 端全面景气的时代或走向分化时代, 客户结构和运营管理能力将带来企业间的巨大差距。
- **风险提示:** 国内货币、房地产宏观政策风险、原材料成本风险

相关报告

建材《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全_20200824》	2020.08.24
建材《板块业绩超预期, 期待水泥金秋行情》	2020.08.24
建材《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全_20200815》	2020.08.16
建材《宽货币向宽信用传导, 继续推荐建材龙头》	2020.08.16
建材《中建材整合大幕开启“大时代”》	2020.08.10

目 录

1. 投资要点.....	3
2. 2020 年维持水泥行业的三个独家判断.....	5
2.1. 三季度继续复苏态势.....	5
2.2. 边际好于总量，水泥 VS 其他大宗周期品.....	7
2.3. 2020Q3 水泥需求恢复，量价显著增长.....	8
2.3.1. 华东价格强势反弹，华北需求显弹性.....	9
2.3.2. 费用角度，三季度费用普遍上升.....	10
3. 玻璃板块：量价齐升，弹性高展.....	11
3.1. 量价齐升驱动企业盈利弹性展现.....	11
3.2. 逻辑重塑：行业供给的非扩张周期，高窑龄产线成为滚动“调控阀”.....	13
3.3. 行业正加速从分散走向集中，双龙头竞争格局日渐清晰.....	15
4. 玻纤板块：销量创历史新高，涨价渐呈超预期演绎.....	17
4.1. 需求逻辑确立，玻纤趋势性涨价开启.....	18
4.2. 2020-21 年行业新增产能冲击有限，国内龙头企业市场份额有望加速提升.....	19
4.3. 量价双升，龙头业绩有望持续超预期.....	20
5. 消费建材：进入全面复苏，也是分化时代的开启.....	21
5.1. 综述：行业全面景气，经营质量与成长潜力开启分化.....	21
5.2. 塑料管道：C 端拐点确认，B 端势头延续.....	24
5.3. 涂料与瓷砖：分化时代的预演，现金流占用有所增加.....	25
5.1. 外加剂：龙头保持增长势头，经营质量保持稳定.....	25
5.2. 东方雨虹：质与量并重，多品类快速.....	26
5.3. 伟星新材：C 端迎来拐点，盈利能力与经营质量继续上升.....	27
5.4. 北新建材：石膏板需求修复，防水整合优化.....	27
6. 风险提示.....	28

1. 投资要点

我们根据 2020 年建材行业三季报与其他相关周期品及地产产业链下游行业进行对比，得出如下结论：

- **水泥是最好的周期品的判断 2020 继续验证，区域分化继续呈现：**
纵观大类周期品 2020Q1-Q3 的经营情况，水泥收入增速、利润增速继续周期品中领先，并且在 2020Q1 的压力测试期中盈利高位维持，再次验证我们对于水泥是“最好的周期品”、“后工业时代资源品”的判断。同时从 9 月水泥所反映的真实需求判断，整体宏观需求强劲，打消了市场对于水泥 Q4 业绩同比下滑的担忧。并且水泥分省数据，呈现出一个久违又熟悉的特征，区域分化环比开始明显，也就是我们说的“有钱的地方猛干”，这意味着后疫情时代，政策力度走向正常后行业的发展趋势。
- **玻纤行业涨价渐呈超预期演绎；9 月始，玻纤整体趋势性涨价开启：**
电子布价格亦开启上涨，节奏及力度大超市场预期。我们认为随着汽车以及海外需求的复苏，以及基建、风电需求的旺盛，下半年需求好于上半年，而明年将好于今年，玻纤正站在新一轮景气周期起点。
- **玻璃板块：景气持续推升，20Q3 量价弹性高展。**从今年玻璃行情的演绎层面，20Q1 受疫情影响，玻璃库存创历史峰值，玻璃价格亦单边下行触碰 2017 年后最低点，一季度玻璃企业盈利由此探底；但 4-5 月高密龄产线集中停产，叠加竣工需求复苏，“V”型反转开启，而三季度行业景气度持续推升，量价弹性展现，玻璃行业盈利超 2019 年四季度峰值。我们认为四季度玻璃行业将延续高景气，企业盈利较三季度大概率将再至新。
- **消费建材：C 端迎来复苏拐点，B 端分化下半场开启。**从施工顺序的角度来看，H1 期间疫情爆发后顺序较靠前的开工施工端品种（防水材料，管道等）率先恢复增速领先，而 Q3 C 端品种亦迎来增速由负转正的关键节点。同时 2020Q3 期间不同行业乃至不同企业的现金流等经营质量指标也开始呈现明显的分化，我们认为随着部分地产商加杠杆的步伐受到约束，以及精装修渗透率红利褪去，B 端全面景气的时代或走向分化时代，客户结构和运营管理能力将带来企业间的巨大差距。

当下，我们维持建材行业“增持”评级，四条主线布局明年核心资产：
第一，全球尤其是海外需求的确定性恢复，推荐全球大宗品的玻纤、汽车玻璃等，中国巨石、中材科技、福耀玻璃等；

第二，竣工装修端的放量修复，推荐信义玻璃、旗滨集团、北新建材、南玻 A 等后周期建材；

第三，B 端消费建材在增长同时提升经营质量与扩展涂料，定增大幅补充实力的东方雨虹；增速预期较低但长期增长空间一样巨大的中国联塑；

C 端悲观预期已经充分释放迎来估值修复周期的的伟星新材；其次是业绩确定性和行业地位相对较好，目前展望明年 PE 已具性价比的蒙娜丽莎与科顺股份；

第四，水泥板块期待低估值接力，我们继续推荐华东华南水泥板块的海螺水泥、上峰水泥、华新水泥及江西水泥股等，港股中国建材、华润水泥，华北冀东水泥，西北祁连山等。

表 1:重点建材上市公司盈利预测、估值、评级

股票代码	证券简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE		评级
		2020/11/3	2020/11/3	2020E	2021E	2020E	2021E	
600585	海螺水泥	51.65	2737.09	6.76	7.12	7.64	7.26	增持
600801	华新水泥	24.08	504.86	3.25	3.43	7.41	7.02	增持
002233	塔牌集团	13.54	161.43	1.61	1.90	8.39	7.14	增持
000401	冀东水泥	15.58	209.94	2.57	3.01	6.06	5.18	增持
601992	金隅股份	3.01	321.40	0.43	0.49	6.94	6.18	增持
600720	祁连山	15.12	117.38	2.26	2.56	6.68	5.90	增持
002271	东方雨虹	37.18	875.47	1.21	1.54	30.83	24.07	增持
000786	北新建材	35.37	597.58	1.22	1.44	29.07	24.49	增持
002372	伟星新材	19.22	302.35	0.63	0.71	30.63	26.97	增持
000910	大亚圣象	16.26	89.01	1.64	1.78	9.90	9.15	增持
002043	兔宝宝	9.03	69.96	0.51	0.64	17.71	14.08	增持
603737	三棵树	149.38	401.69	1.98	2.61	75.36	57.22	增持
600176	中国巨石	14.68	514.14	0.65	0.81	22.60	18.09	增持
600660	福耀玻璃	37.76	947.25	1.23	1.54	30.72	24.57	增持
601636	旗滨集团	9.30	249.82	0.53	0.67	17.52	13.80	增持
002080	中材科技	19.89	333.78	0.90	1.06	22.15	18.85	增持
603601	再升科技	14.83	106.62	0.44	0.50	33.53	29.87	增持
300196	长海股份	12.68	51.82	0.76	0.95	16.77	13.32	增持
601996	丰林集团	2.79	31.96	0.13	0.17	22.20	15.98	增持
603588	高能环境	14.79	119.29	0.70	0.92	21.08	16.05	增持
000672	上峰水泥	22.09	179.73	3.34	3.80	6.62	5.81	增持
002918	蒙娜丽莎	29.89	121.36	1.36	1.79	21.91	16.74	增持
002798	帝欧家居	23.41	91.05	1.89	2.37	12.40	9.88	增持
000877	天山股份	15.08	158.15	1.77	1.99	8.50	7.56	增持
600449	宁夏建材	15.09	72.16	2.43	2.94	6.22	5.14	增持
002398	垒知集团	8.33	57.68	0.75	0.94	11.18	8.90	增持
603916	苏博特	25.22	83.89	1.45	1.90	17.37	13.27	增持
002809	红墙股份	11.36	23.41	0.77	0.99	14.72	11.53	增持
000012	南玻 A	6.32	207.27	0.3	0.36	21.07	17.56	增持
3323. HK	中国建材	9.49	800.46	2.01	2.48	4.71	3.82	增持
1313. HK	华润水泥 股控	10.16	709.47	1.31	1.39	7.77	7.31	增持
0586. HK	海螺创业	34.90	629.86	4.19	4.69	8.33	7.44	增持
0868. HK	信义玻璃	15.64	631.38	1.29	1.50	12.17	10.43	增持

2128. HK	中国联塑	12.86	398.97	1.10	1.22	11.74	10.56	增持
0968. HK	信义光能	13.54	1152.11	0.37	0.49	36.70	27.45	增持

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

注：港股信义玻璃、中国建材、华润水泥、海螺创业、中国联塑的对标均为港元。

2. 2020 年维持水泥行业的三个独家判断

2019 年开始我们将水泥行业总结为后工业时代的“资源品”，水泥为最好的周期品及“有钱的地方猛干”的判断

- 纵观大类周期品 2020Q1Q2Q3 的经营情况，水泥收入增速、利润增速继续周期品中领先，并且在 2020Q1 的压力测试期中盈利高位维持。水泥板块站在中期的角度，看未来 2 年，整体宏观经济需求确定性是比 2017-2019 年更强，我们自 2016 年推荐水泥板块至今，投资者对于水泥最大担忧在于担心地产后续的下行会影响水泥的供需，进而导致价格盈利下行。我们观察到政策不断对于基建加码，伴随着专项债、万亿特别国债和中央特殊转移支付制度的相继落地，我们看到了中央对于基建托底完成 2020 年经济社会目标的决心，经济实际“有底”。
- 在 2020Q1 疫情影响的压力测试期下，我们观察到宏观经济需求出现了断崖式下跌（基础设施投资同比下降 19.7%，房地产开发投资同比下降 7.7%），即使在这种情况下，水泥行业价格依然维持同比抬升。从 2020Q1 水泥企业盈利角度观察，大部分企业维持了 2019Q4 的历史最好盈利水平，部分企业甚至创出历史新高盈利，水泥企业在压力测试期下的盈利能力超出市场预期，再次验证我们对于水泥是“最好的周期品”、“后工业时代资源品”的判断。
- 同时我们从 9 月的水泥产量数据观察，9 月单月水泥产量 2.33 亿吨，同比增长 6.4%，环比增长 3.8%；水泥所反映的真实需求整体强劲，9 月旺季效应显著，创年内第二峰值（仅次于 5 月的 2.49 亿吨），这与宏观数据中 9 月单月地产投资增速同比高达 12%，以及基建累计增长由负转正等情况相互印证，自 6-7 月南方遇百年难遇洪涝灾害后，水泥需求持续恢复，反映真实需求的旺盛态势，打消了市场对于水泥 Q4 业绩同比下滑的担忧。并且水泥分省数据，呈现出一个久违又熟悉的特征，区域分化环比开始明显，也就是我们说的“有钱的地方猛干”，这意味着后疫情时代，政策力度走向正常后行业的发展趋势。

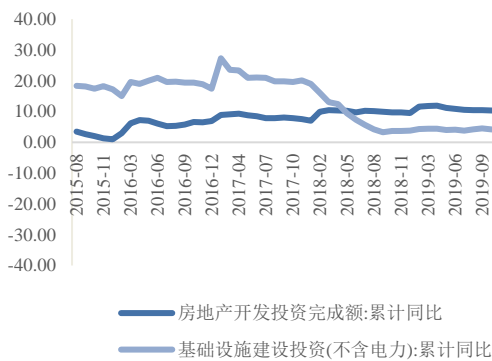
2.1. 三季度继续复苏态势

2020 年 1-9 月，全国累计水泥产量 16.76 亿吨，同比下降 1.07%，降幅较 1-8 月收窄 1.05 个百分点。分区域看，东北区域累计产量增速 7.88%；西北需求三季度呈现弱化趋势，产量增速 1.27%；华北区域产量增速 4.10%，河北驱动低基数下的高增长；华东普遍经历罕见强降雨和洪涝，降速 2.10%，降雨结束后已有强势反弹，8-9 月增速领跑全国；西南和中

南产量增速分别为 1.60%、3.10%。

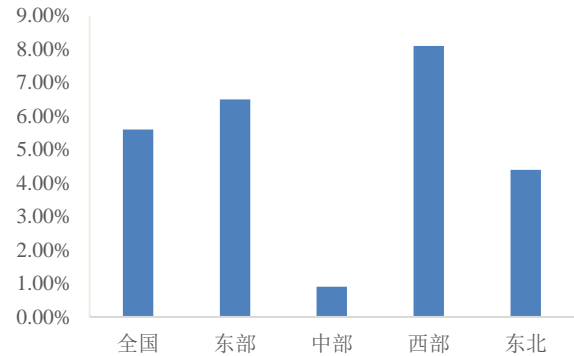
2020 年 1-9 月全国水泥行业实现销售收入 6943 亿元，同比下降 3.47%，实现利润 1290 亿元，同比下降 1.74%，虽然收入和利润均呈双降趋势，但降幅不断收窄，且行业利润总额依旧处于历史同期第二高位（仅次于 2019 年）。

图 1：2020 年基础设施建设投资及房地产投资完成额同比增速在 Q3 首次转正



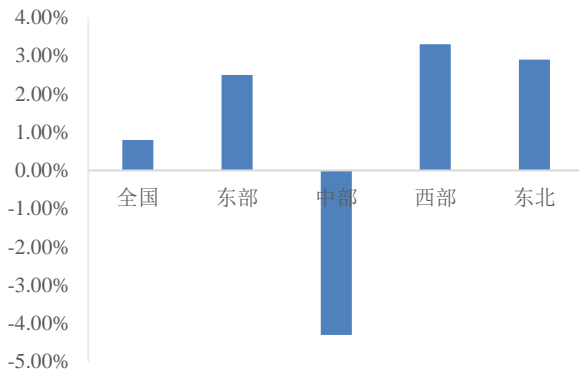
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 2：2020 年 1-9 月区域房地产投资完成额西部同比增速远超全国平均



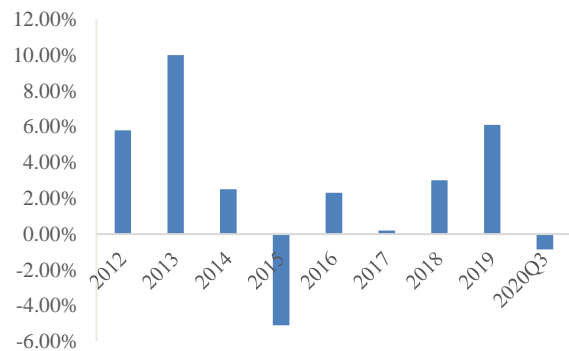
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 3：2020Q3 区域固投完成额多地实现同比增长



数据来源：wind，国泰君安证券研究

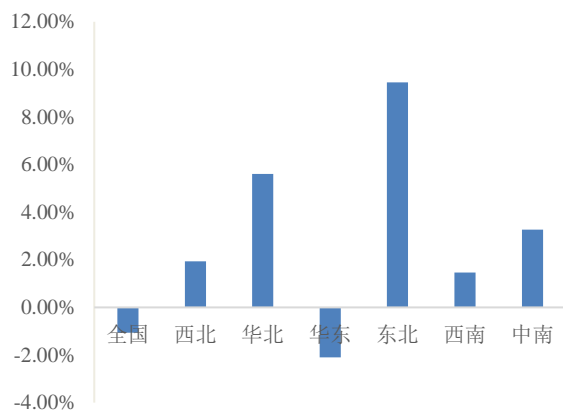
图 4：2012-2020Q3 全国水泥产量增速



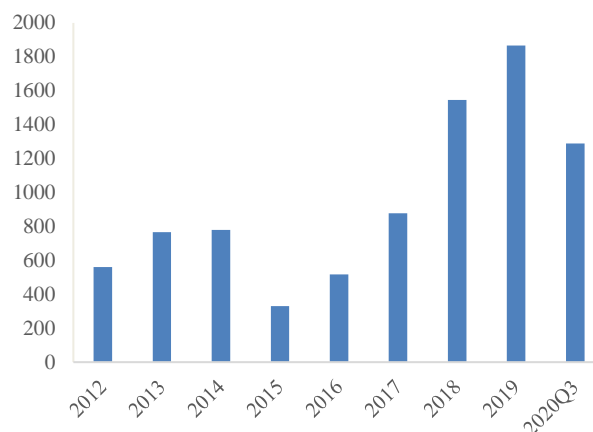
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 5：2020Q3 区域水泥产量全国增速放缓

图 6：2020 年 1-9 月水泥行业利润总额为 1290 亿元



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.2. 边际好于总量，水泥 VS 其他大宗周期品

我们选取 SW 水泥制造、SW 玻璃制造、SW 工程机械、SW 钢铁、SW 煤炭，测算各行业板块营收同比增速及归母净利润情况，可以观察到 2020Q3 水泥板块营收增速在所有周期品中相对较快。从各行业龙头企业来看，2020Q3 海螺水泥营收增速、净利率较高，对比玻璃、钢铁龙头企业有一定优势。

表 2：2020Q3 工程机械板块营收同比增速最优

行业	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
SW 水泥制造	29.43	31.73	39.70	68.93	41.55	31.55	15.00	-1.68	-23.67	12.48	6.54
SW 玻璃制造	8.85	11.35	4.53	9.74	4.55	0.63	12.13	20.5	-17.4	6.24	2.41
SW 工程机械	25.52	36.61	27.21	38.65	37.23	-16.97	18.66	20.32	-9.88	38	22.00
SW 钢铁	5.11	21.31	12.96	7.88	3.94	2.38	-0.48	1.21	-6.03	-3.02	-3.44
SW 煤炭	2.4	7.88	6.60	16.25	9.00	5.52	-0.48	5.59	-7.17	-1.63	-2.70

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

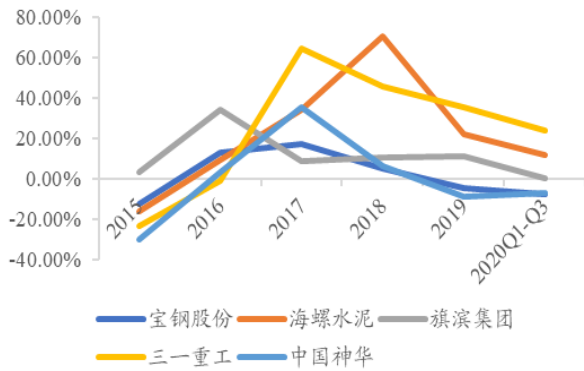
表 3：22020Q3 玻璃制造板块净利润同比增速在同类周期品中较高

行业	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
SW 水泥制造	57.37	26.19	122.36	73.78	57.37	26.19	17.02	16.46	-37.28	-7.99	2.87
SW 玻璃制造	22.03	32.52	-22.36	-30.51	-22.71	-2.74	5.39	16.47	-12.12	6.03	41.06
SW 工程机械	92.95	62.23	70.62	307.17	95.83	-52.82	75.58	73.76	-30.15	22.84	40.32
SW 钢铁	93.11	174.03	22.38	-28.75	-44.14	-26.68	-47.08	-46.68	-44.27	-36.83	-14.91
SW 煤炭	9.2	9.82	11.34	-15.85	2.39	6.23	-1.23	-4.6	-31.63	-24.79	-9.65

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

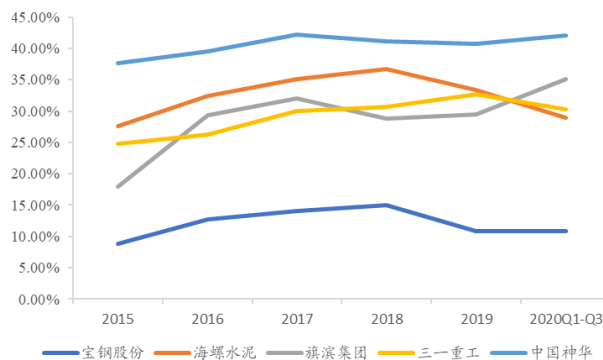
图 7：海螺水泥 2020Q3 营收增速在各周期龙头中较高

图 8：三一重工 2020Q3 归母净利增速是周期龙头中名列前茅

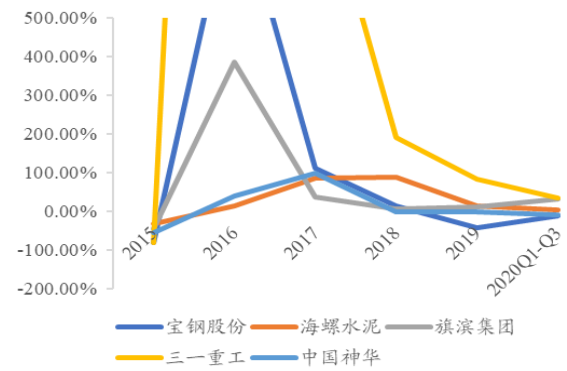


数据来源：公司中报，国泰君安证券研究

图 9： 海螺水泥毛利率居前列

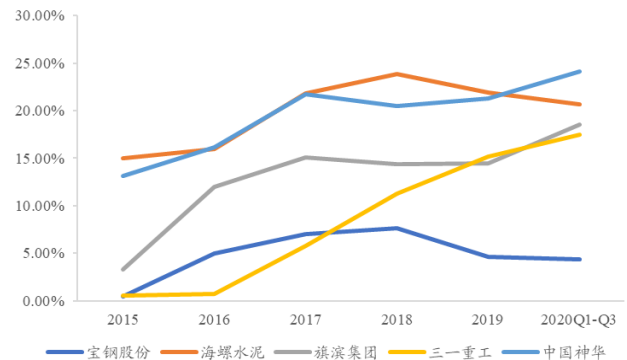


数据来源：公司中报，国泰君安证券研究



数据来源：公司中报，国泰君安证券研究

图 10： 海螺水泥净利率具显著优势



数据来源：公司中报，国泰君安证券研究

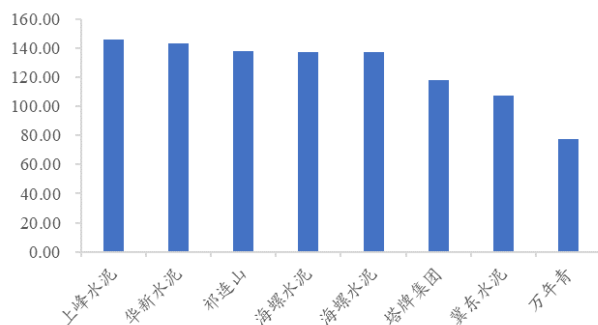
2.3. 2020Q3 水泥需求恢复，量价显著提升

我们观察到 2020Q3 华南区域继续保持领先全国的需求及价格水平，而华东区域在 6-7 月连续暴雨洪涝影响结束后，8 月开始量价齐升，增速领跑全国，体现出需求的强劲；西北区域在上半年赶工结束后，需求增量有所下降；华北区域实现了低基数下的高增长。

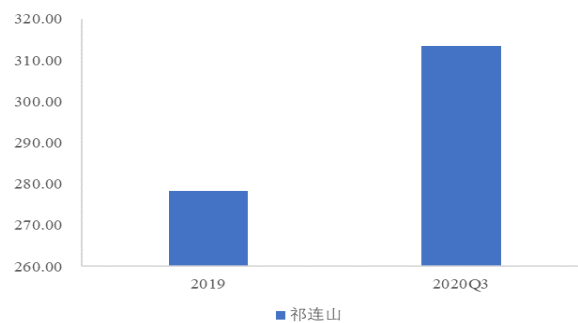
首先从价格角度看，华东在 8 月结束暴雨洪涝影响后，基建地产全面发力，需求强势反弹，量、价显著提升，截止目前已经提涨 4 轮；华北地区低基数下实现高增长，我们判断基建将驱动华北区域需求再至高峰。从期间费用水平看，2020Q3 大多数企业费用上升；祁连山、冀东水泥等北方地区公司受天气影响较小，费用相对稳定；而华东及中南部地区以海螺水泥、华新水泥为代表的公司受天气影响较大，费用增长比较明显。

图 11： 2020Q3 华东南水泥企业吨毛利显著领先（单位：元）

图 12： 以祁连山为例，2020Q3 西北多家水泥企业吨出厂均价明显提升（单位：元）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



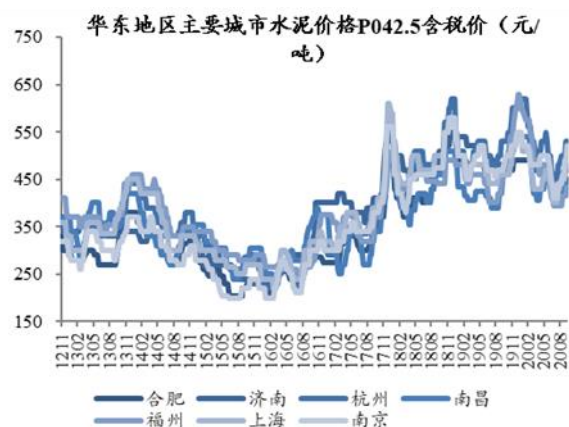
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.3.1. 华东价格强势反弹，华北需求显弹性

2020年1-9月，从价格角度看华东及华南地区水泥企业均价领先于其他区域。这主要体现了新型大国大城战略下，长三角珠三角需求保持强势的时间有望超过市场预期；而华北区域低基数下实现高增长，累计水泥产量增幅9月由负转正，业绩改善明显，我们判断基建将驱动华北区域需求再至高峰；西北区域虽然受到新疆疫情全面停工停产的影响，但整体三季度业绩依然保持了增长。

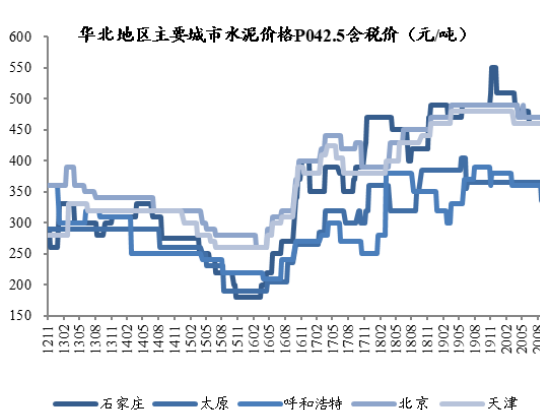
从出厂均价角度看，Q3 淡季整体出厂均价较 2020H1 均有下调。

图 13：华东水泥价格波动中上涨（单位：元/吨）



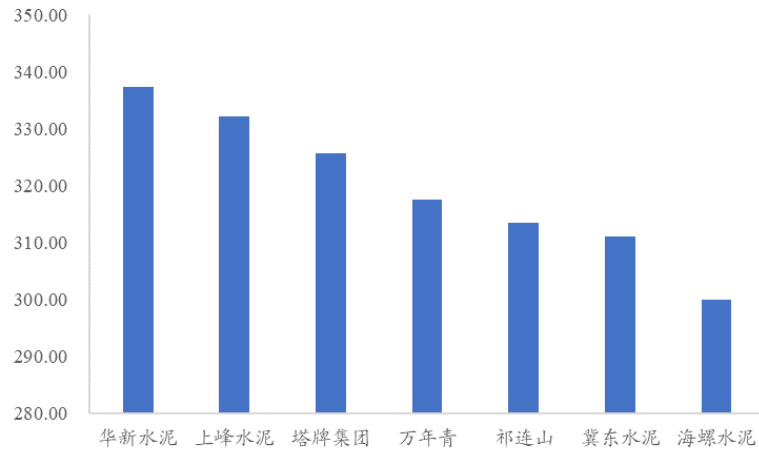
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 14：华北水泥价格平稳（单位：元/吨）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 15：2020Q3 水泥企业出厂均价（单位：元/吨），东部企业有所领先

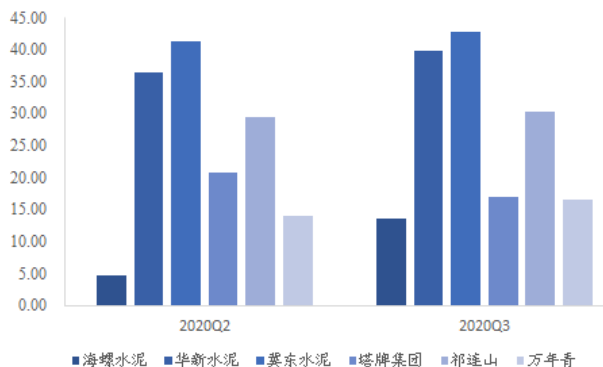


数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.3.2. 费用角度，三季度费用普遍上升

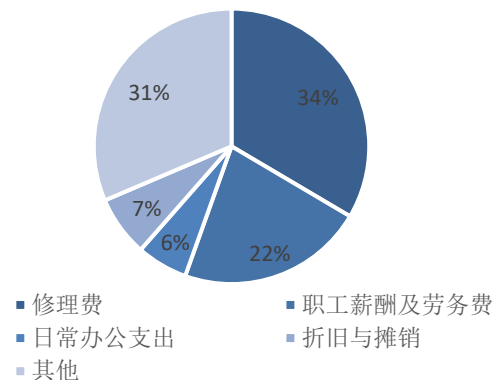
我们观察到除塔牌集团外，水泥行业头部公司 20Q3 较 Q2 费用支出普遍提升，其中，管理费用的提高是大部分公费用上升的主要原因。我们判断由于华东三季受洪涝灾害影响较大，销量没有完全释放，同时受天气影响检修等费用支出提高。

图 16: Q3 吨三费普遍提升 (单位: 元)



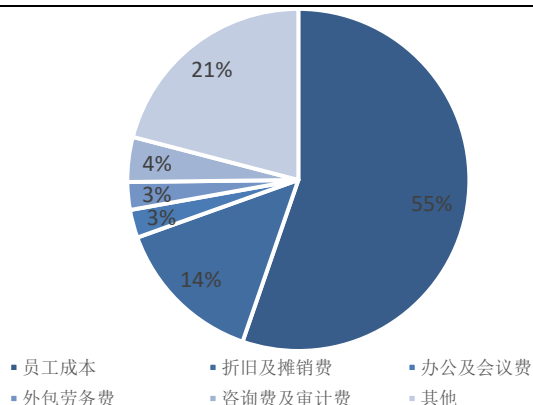
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 17: 冀东水泥管理费用拆分，修理费比重最高



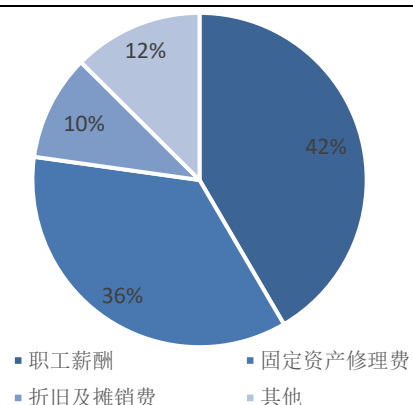
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 18: 华新水泥管理费用拆分，员工成本占比过半



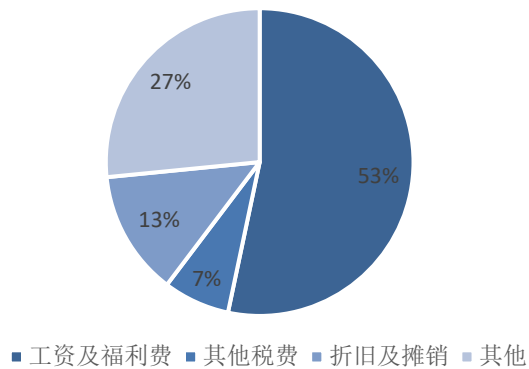
数据来源：公司数据，国泰君安证券研究

图 19: 祁连山管理费用拆分，职工薪酬占比最高



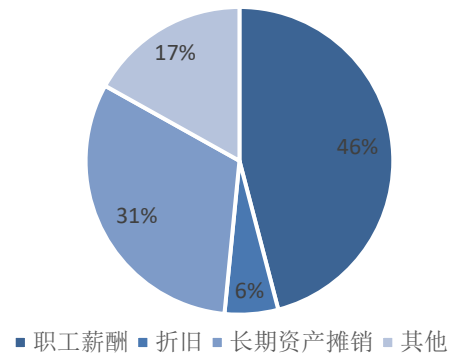
数据来源：公司数据，国泰君安证券研究

图 20: 海螺水泥管理费用拆分, 工资及福利费占比过半



数据来源: 公司数据, 国泰君安证券研究

图 21: 塔牌集团管理费用拆分, 职工薪酬占比最高



数据来源: 公司数据, 国泰君安证券研究

表 4: 水泥板块部分上市公司 2020Q3 吨经营情况对比

区域	代码	公司	吨出厂均价 (元/吨)	吨成本(元/ 吨)	吨毛利(元 /吨)	吨三费(元 /吨)	吨净利(元 /吨)
华东	600585.SH	海螺水泥	300	163	137	14	95
	000789.SZ	万年青	318	240	78	16	47
	000672.SZ	上峰水泥	332	186	146	23	97
华中	600801.SH	华新水泥	337	194	143	40	82
华北	000401.SZ	冀东水泥	311	203	108	43	51
华南	002233.SZ	塔牌集团	325	208	118	17	72
西北	600720.SH	祁连山	313	175	138	30	87

数据来源: 公司季报, 国泰君安证券研究

3. 玻璃板块: 量价齐升, 弹性高展

不同于水泥的“不可库存”属性以及产线可随时关停, 玻璃为 24h 连续生产, 且存在贸易商、加工企业等中间环节, 供给更显刚性。

景气持续推升, 20Q3 量价弹性高展。从今年玻璃行情的演绎层面, 20Q1 受疫情影响, 玻璃库存创历史峰值, 玻璃价格亦单边下行触碰 2017 年后最低点, 一季度玻璃企业盈利由此探底; 但 4-5 月高窑龄产线集中停产, 叠加竣工需求复苏, “V”型反转开启, 而三季度行业景气度持续推升, 量价弹性展现, 玻璃行业盈利超 2019 年四季度峰值。我们认为四季度玻璃行业将延续高景气, 企业盈利较三季度大概率将再至新高。

从节奏上看, 2020 年与 2019 年押着相似的韵脚, 皆实现年内的“V”型反转, 我们认为本质逻辑在于玻璃行业的供给非扩张周期, 高窑龄产线已然成为滚动“调控阀”, 而玻璃行业正加速从分散走向集中, 信义玻璃、旗滨集团双龙头竞争格局日渐清晰。

3.1. 量价齐升驱动企业盈利弹性展现

2020 年前三季度，玻璃行情“冰火两重天”，一季度受疫情影响玻璃企业经营承压，二季度量价触底反转，三季度景气度则持续推升，企业盈利弹性呈现。

20Q1 玻璃行业受疫情影响，库存达历史峰值，玻璃价格单边下行。由于浮法生产为连续 24h 高温作业，供给相对刚性，一季度终端需求（地产）及交通运输受疫情影响较为显著，因此库存迅速累积。根据玻璃信息网数据，2020 年 4 月中旬全国代表企业库存刷新历史峰值达 5282 万重箱，而全国白玻一季度单边下行，5 月中旬最低曾至 1341 元/吨，创 2017 年后最低水准，较 2020 年初下滑 17.7%。

20Q2 玻璃行情触底反转，20Q3 景气度持续推升，量价弹性高展。供给端，浮法产线的集中关停再现，4-5 月共 9 条产线停产，总产能 6550t/d，约占 3 月末全国在产产能的 4.3%，而需求端，房屋竣工数据二季度始大幅好转。供需双向优化，2020 年二三季度创历史最陡峭去库曲线，而玻璃价格则以 5 月中旬为起点打开上涨通道 9 月底已涨至 1877 元/吨，较上半年低点涨幅超 500 元/吨。而观企业盈利三季度达年内高点（以玻璃-纯碱重油价格差表征），跨越 2019 年四季度峰值。

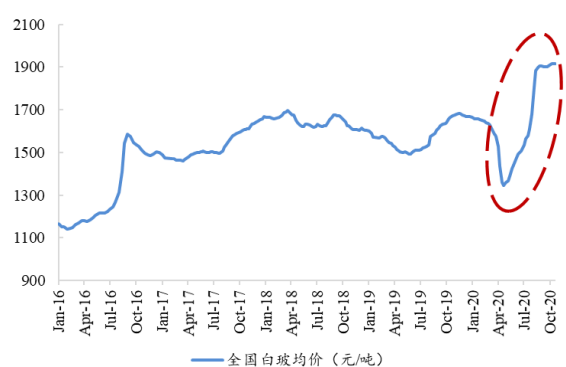
当前时点，9 月贸易商阶段性去库及“双节”影响基本消散，我们观察到节日过后玻璃产业链流通恢复常态，生产企业产销率普超 100%，库存再次开启去化。2021 年春节较晚（2 月 12 日），意味着施工季的延长，四季度玻璃发货大概率将延续饱满，而玻璃价格中枢有望持续抬升，公司业绩弹性将持续展现。

图 22：2020 年二季度始玻璃陡峭去库



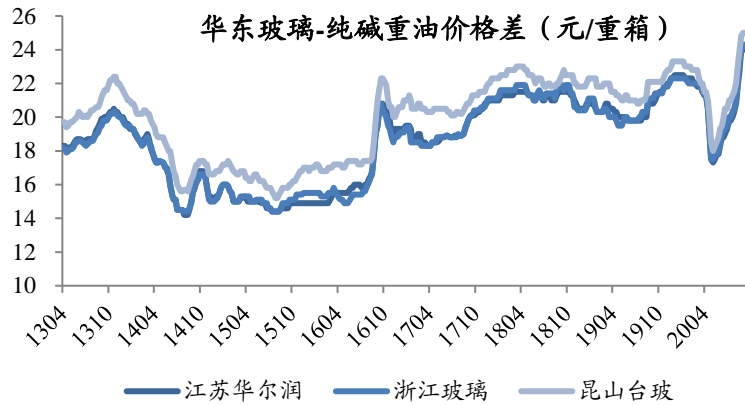
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 23：20Q3 白玻价格已跨越 19Q4 高点



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 24：20Q3 玻璃企业盈利创近年峰值



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 25: 2020 年 4-5 月玻璃产线集中冷修 (万重箱)

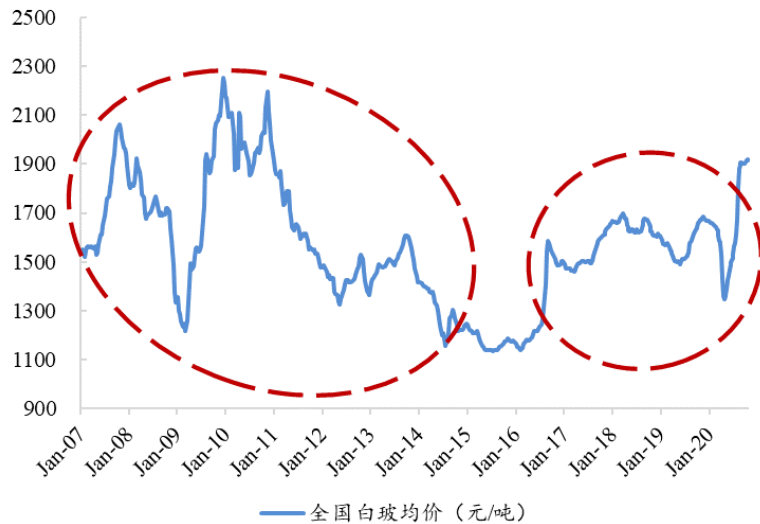
2019 年冷修产线					2020 年冷修产线				
序号	生产线	地址	日熔化量	时间	序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	河北沙河元华一线	河北	1000	2019.01.01	1	中国洛阳浮法玻璃集团五线	河南	230	2020.01.01
2	漳州旗滨二线	福建	600	2019.01.14	2	河北沙河迎新玻璃厂四线	河北	500	2020.01.20
3	荆州亿钧玻璃有限公司二线	湖北	900	2019.01.15	3	虎门信义三线	广东	600	2020.01.21
4	广州富明玻璃公司	广东	500	2019.01.15	4	天津信义玻璃一线	天津	1000	2020.02.01
5	福耀集团福清一线	福建	600	2019.03.11	5	武汉明达玻璃有限公司	湖北	700	2020.02.09
6	河北润安二线	河北	700	2019.05.12	6	江西宏宇能源一线	江西	700	2020.03.05
7	江门信义二线	广东	900	2019.06.01	7	台玻集团成都一线	四川	700	2020.04.02
8	天津耀皮一线	天津	500	2019.06.05	8	本溪迎新三线	辽宁	900	2020.04.13
9	江门信义三线	广东	900	2019.06.09	9	沙河金鑫玻璃有限公司	河北	600	2020.04.21
10	重庆福耀玻璃有限公司二线	重庆	600	2019.06.12	10	沙河鑫磊玻璃有限公司	河北	600	2020.04.25
11	金晶集团滕州三线	山东	600	2019.06.13	11	沙河长城玻璃有限公司八线	河北	1450	2020.05.04
12	青海耀华玻璃有限公司	青海	600	2019.06.26	12	秦皇岛弘耀二线	河北	600	2020.05.02
13	重庆瑜虎玻璃二线	重庆	700	2019.06.30	13	唐山市蓝欣玻璃有限公司一线	河北	400	2020.05.22
14	青岛圣戈班有限公司	山东	600	2019.07.01	14	沙河海生玻璃有限公司一线	河北	700	2020.05.25
15	陕西神木瑞诚实业有限公司二线	陕西	700	2019.09.18	15	沙河海生玻璃有限公司二线	河北	600	2020.05.27
16	沙河长城玻璃有限公司三线	河北	500	2019.09.27	16	漳州旗滨玻璃公司三线	福建	600	2020.06.20
17	河北正大三线	河北	800	2019.10.11	17	漳州旗滨玻璃公司四线	福建	800	2020.07.18
18	湖南巨强微晶一线	湖南	400	2019.10.13	18	唐山市蓝欣玻璃有限公司二线	河北	500	2020.07.29
19	福莱特二线	浙江	600	2019.11.16	19	湖北三峡新型建材公司三线	湖北	700	2020.08.02
20	漳州旗滨玻璃公司五线	福建	600	2019.11.25	20	安阳安彩一线	河南	500	2020.09.22
增加冷修生产线20条, 减少产能7980万重箱			13300		增加冷修生产20条, 减少产能8028万重箱。			13380	

数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

3.2. 逻辑重塑: 行业供给的非扩张周期, 高窑龄产线成为滚动“调控阀”

我们以 2007 年为起点, 对玻璃价格进行复盘, 我们观察到虽然 2019-20 年浮法价格均发生“V”型波动, 但波幅较过往区间已然大幅收窄, 长周期而言, 实际上 2017 年后浮法玻璃价格区间已较为平稳 (若无 2020 年疫情影响波动更小)。

图 26: 2017 年后浮法玻璃价格较之前波动已然收窄



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

我们认为玻璃价格波动收窄本质原因为 2015 年后实际在产产能已趋于平稳，供给端进入非产能扩张周期。一方面，2014 年后政府停止审批新线指标，同时于 2020 年 1 月叫停“僵尸”产线（已停产两年或三年内累计生产不超过一年产线）产能置换，2020 年 5 月底浮法玻璃年产能约 13.7 亿重箱，较 2015 年底仅增加约 1.4 亿重箱，而在产产能基本维持在 9 亿重箱上下。

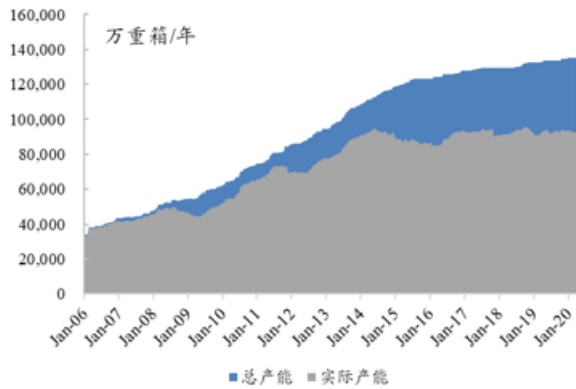
另一方面，2007-2013 年为浮法玻璃产能投放高峰期，期间共投产 164 条浮法产线总产能 10.8 万吨/天，约占浮法有效产能（在产+冷修）的 61%。浮法玻璃产线窑龄约 8 年，理论上 2015 年始浮法玻璃进入平稳的冷修高峰期，但企业冷修并非“形而上学”的静态逻辑，企业亦考虑当期市场行情（若行情较好企业冷修延迟）。因此，实际上 2007-2013 年高窑龄线成为 2015 年后行业供给的第一批“调控阀”，这也解释了 2019-2020 年“V”型反转的深层逻辑——行情底部批量高窑龄产线冷修，供需适配后基本面触底，竣工需求回暖后行情走俏。

根据玻璃协会数据，以 2006-2012 年高窑龄在运行产线表征潜在冷修（供给收缩），以当前冷修先表征潜在新增（供给扩张），则高窑龄运行线共 65 条总产能 3.98 万吨/天，而冷修线共 48 条总产能 2.87 万吨/天，前者大幅超越后者，我们认为意味着供给端自我调节的“控制阀”仍然高效。而在供给的非扩张周期，高窑龄产线冷修将滚动存在（冷修期 8 年轮回），因此浮法工业的产能自我调控机制长周期延续。

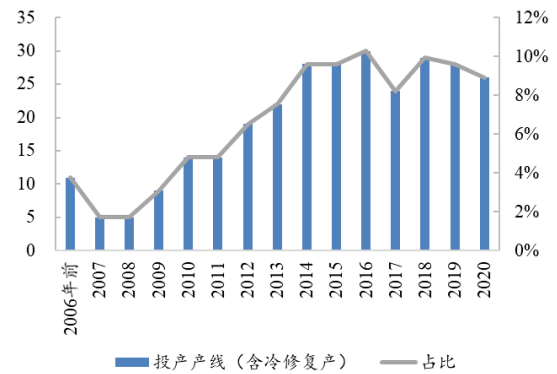
而供给自我调控机制有效的前提为需求的平稳。房屋竣工面积 2012 年后基本维持窄幅波动，浮法玻璃销量趋势 2015 年后则为稳中有升，意味着玻璃需求相对平稳。而 2015-2019 年地产新开工面积持续走阔，我们判断未来 3-5 年地产新开工仍将维持平稳，意味着中长期竣工需求无虞。

图 27: 2015 年后浮法在产产能基本维持平稳

图 28: 分年投产产线及占比



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

注：冷修线以最新投产日期为准

3.3. 行业正加速从分散走向集中，双龙头竞争格局日渐清晰

我们观察到虽然行业总产能 2015 年后未见扩张，但旗滨集团、信义玻璃双龙头的“头部”效应愈发显著，体现为产能的持续扩张以及与行业盈利能力的拉开。

一方面，旗滨集团和信义玻璃通过国内并购（产线或指标）以及海外扩张持续做大规模。旗滨集团 2013-14 年完成对浙江玻璃玻璃的收购（彼时 10 条线共 4900t/d），信义玻璃则收购倒闭的江苏华尔润产能指标用于张家港以及北海产线的建设。2020 年 10 月底，旗滨以及信义国内浮法总产能分别达 16400t/d、20000t/d。同时两大龙头均在马来西亚建设海外工厂，若加上海外产能，旗滨、信义总产能则分别达 17600、23100t/d。当前两大龙头的产能扩张仍未结束，旗滨集团公告预计 2024 年浮法总产能较 2018 年末增加 30% 以上（或主要通过收购），信义玻璃则实现 20Q3 张家港以及广西北海 4 条产线的点火投产（合计 2500t/d），且国内产线（指标）的收购力度持续加大，另外公司在东南亚、欧洲以及北美的海外扩张仍在进行时。除两大龙头外，其他玻璃企业鲜有扩张。

另一方面，环保趋严或公司经营不善驱使行业落后产能持续出清。2016 年前河北沙河地区曾为国内浮法产能聚集地，占比超 20%。但自 2017 年始，沙河不环保产能呈现逐年缩减态势，2017 年 11 月集中关停 9 条线，2018 年 8-9 月再停 4 条线，而 2019 年 9-10 月与 2020 年 4-5 月分别关停 2 条、5 条线，2020 年 9 月底沙河在产产能较 2016 年底压缩过半。

表 5：河北沙河产能 2017 年后持续出清

2017年冷修产线				
序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	沙河安全六线	河北	700	2017.11.04
2	沙河长城四线	河北	500	2017.11.06
3	沙河德金三线	河北	800	2017.11.07
4	沙河吉恒园玻璃有限公司	河北	600	2017.11.15
5	沙河长城六线	河北	700	2017.11.15
6	长红一线	河北	600	2017.11.15
7	长红二线	河北	600	2017.11.15
8	德金四线	河北	800	2017.11.15
9	安全五线	河北	500	2017.11.15
2018年冷修产线				
序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	河北沙河鑫利玻璃有限公司二线	河北	550	2018.08.14
2	沙河元华二线	河北	1000	2018.08.17
3	沙河迎新二线	河北	450	2018.08.22
4	中航三鑫一线	海南	600	2018.09.01
5	沙河迎新三线	河北	500	2018.09.23
2019年冷修产线				
序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	沙河长城玻璃有限公司三线	河北	500	2019.09.27
2	河北正大三线	河北	800	2019.10.11
2020年冷修产线				
序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	沙河金仓玻璃有限公司	河北	600	2020.04.21
2	沙河鑫磊玻璃有限公司	河北	600	2020.04.25
3	沙河长城玻璃有限公司八线	河北	1450	2020.05.04
4	沙河海生玻璃有限公司一线	河北	700	2020.05.25
5	沙河海生玻璃有限公司二线	河北	600	2020.05.27

数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

因此我们看到旗滨、信义两家企业 2014 年末产能比重仍不足 15%，但 2020 年 9 月底产能份额已超 20%（总产能考虑两家公司马来西亚产线）。我们认为从趋势上看，浮法工业正加速由分散走向集中，未来旗滨集团、信义玻璃双寡头竞争格局愈发明朗。

从盈利情况上看，信义玻璃、旗滨集团盈利能力领先行业（信义未披露三季报，按中报对比）：

1) **旗滨集团**：20Q3 实现收入 27.6 亿元，同增 12.11%，归母净利 7.1 亿元，同增 73.6%，扣非后归母净利 6.8 亿元，同增 73.25%，超市场预期。测算三季度公司产量约 2920 万重箱，销量则达 3180 万重箱，产销率达 108.9%；20Q3 公司箱售价约 81 元，同比上升 8.6%，环比则提涨 21.8%，箱净利约 22 元，同比/环比分别高增 68%/127%，大幅好于行业。公司节能玻璃盈利爬坡显著，测算 Q3 公司节能玻璃板块盈利约 2820 万元，我们判断公司节能玻璃盈利将持续爬坡，对业绩的正向贡献将愈发强化；电子玻璃单三季度小幅盈利 180 万元，我们判断一强 A 规 10 月良品率已达 55%形成量产，下游客户的认证有望提速；而药用玻璃预计年底投产，预计将率先突破中性硼硅生产技术的海外封锁；同时公司三季度公告分别建设 1200t/d 的光伏面板及背板产线，切入光伏玻璃领域，新成长更进一步。

2) **信义玻璃**：20H1 公司实现营收 71.3 亿港元，同减 4.2%，归母净利 13.8 亿港元，同减 34.9%，测算若剔除掉去年同期 6.33 亿港币的投

资收益，经营性业绩仅小幅下降约 5%，远超行业。我们观察到公司北海两条 1100t/d 产线分别于 19Q4 以及 20Q2 点火投产，而张家港一二线以及北海三四线（共 2500t/d）皆于 20Q3 点火投产，公司产能的扩张与需求的释放相匹配，而同行复产增量有限。按行业演绎合理预判，公司三季度经营业绩同比已然大幅增长，全年业绩弹性值得期待。

表 6：旗滨集团、信义玻璃毛利率持续领先

代码	公司	2020Q3	2020H1	2019A	2019H1	2018A	2018H1	2017A	2017H1
600819.SH	耀皮玻璃	24.04	19.90	21.59	19.22	18.44	18.05	17.25	17.83
002163.SZ	海南发展	16.21	16.24	12.26	11.36	9.94	12.12	12.41	12.93
601636.SH	旗滨集团	42.61	29.54	29.44	26.37	28.79	31.4	32.06	33.15
0868.HK	信义玻璃		34.23	36.19	36.09	36.69	37.66	36.97	36.38
3300.HK	中国玻璃		15.90	12.01	7.82	15.67	18.34	12.58	12.79
	平均值		25.89	24.82	23.06	25.36	26.59	25.67	26.01

数据来源：wind, 国泰君安证券研究

表 7：旗滨集团、信义玻璃净利率持续领先

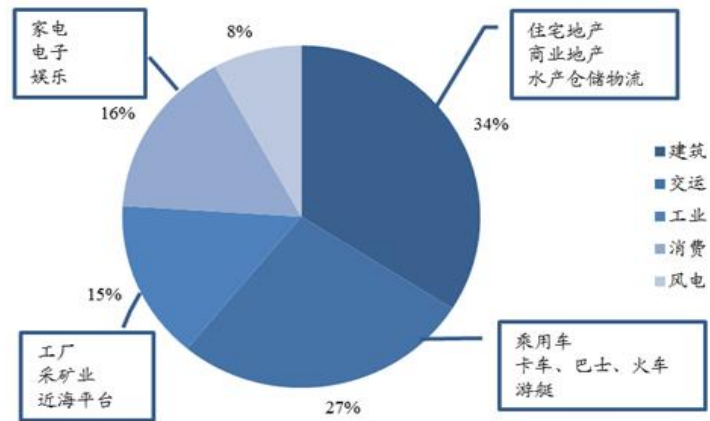
代码	公司	2020Q3	2020H1	2019A	2019H1	2018A	2018H1	2017A	2017H1
600819.SH	耀皮玻璃	7.09	0.69	4.93	4.02	2.77	4.57	2.16	1.65
002163.SZ	海南发展	2.27	2.27	1.63	(1.64)	-1.29	-2.42	-1.75	-4.50
601636.SH	旗滨集团	25.67	13.33	14.46	12.74	14.41	17.38	15.05	15.28
0868.HK	信义玻璃		18.80	27.31	27.90	24.85	25.36	27.02	23.98
3300.HK	中国玻璃		-23.08	3.05	5.14	3.57	4.18	2.36	1.81
	平均值			4.20	10.85	10.77	11.27	10.28	9.02

数据来源：wind, 国泰君安证券研究

4. 玻纤板块：销量创历史新高，涨价渐呈超预期演绎

不同于水泥、玻璃、钢铁等大宗商品，玻纤下游差异化显著，且本质上是替代品，从长周期的角度不可以单纯的周期品视角视之，且需求远未至天花板。与玻璃类似，玻纤亦为 24h 连续作业工业品，供给具刚性。

图 29：玻纤下游需求较为分散



数据来源：wind，国泰君安证券研究

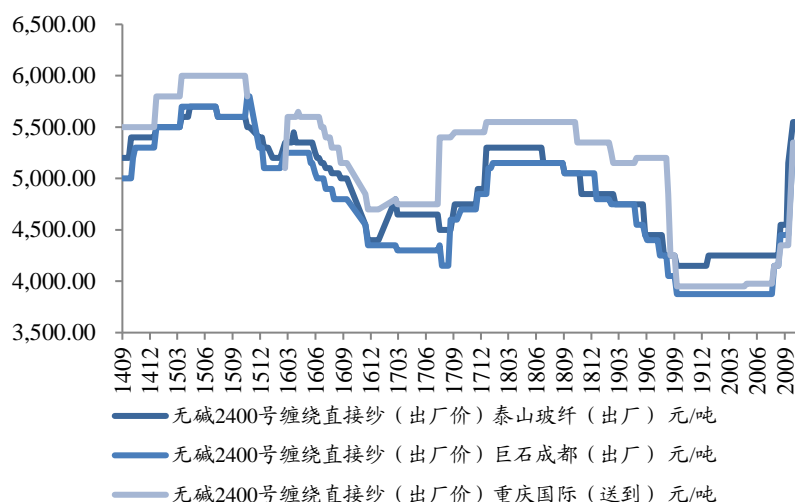
4.1. 需求逻辑确立，玻纤趋势性涨价开启

需求端而言，20Q2 始内需持续旺盛，企业库存迅速去化。1 月中旬至 3 月底，疫情内紧外松，出口旺盛，外需主导下全球供需演绎相较平稳；而 4 月后国内疫情基本受控，在基建及风电的拉动下玻纤需求走俏，且下半年汽车及电子电器需求回暖，带动内需持续发力。因此国内玻纤企业库存自春节复工后持续去化：估算 2 月末中国巨石库存曾至 75 天上下，泰山则为 55 天左右，9 月底已分别降至 30 天、25 天上下（其中巨石国内库存已降至 20 天上下）。中国巨石三季度销量约 54 万吨，而泰山玻纤销量超 30 万吨，均创历史新高。

我们的调研表明，国庆后玻纤需求延续旺盛，企业库存持续去化，我们判断四季度随着汽车及电子电器需求的持续爬坡，玻纤销量有望再创新高。

9 月份以来，玻纤趋势性涨价开启且渐超预期。二季度玻纤合股纱及毡用纱等部分品种已先行涨价 100-200 元/吨，而 9 月始，玻纤整体趋势性涨价开启：9 月内销新订单价格普涨 7%，而 10 月针对所有新订单涨价 10%，电子布价格亦开启上涨，节奏及力度大超市场预期。我们认为巨石成都 12 万吨及金牛 10 万吨产线点火投产之下，四季度玻纤价格再次普涨的概率不大，但是部分稀缺品种价格仍将持续推升，因此玻纤均价中枢将持续上移，而随着 9-10 月份的涨价落实到位，我们判断 20Q4 玻纤涨价对于业绩的弹性贡献将呈现。

图 30：2020 年 9 月始玻纤趋势性涨价开启



数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

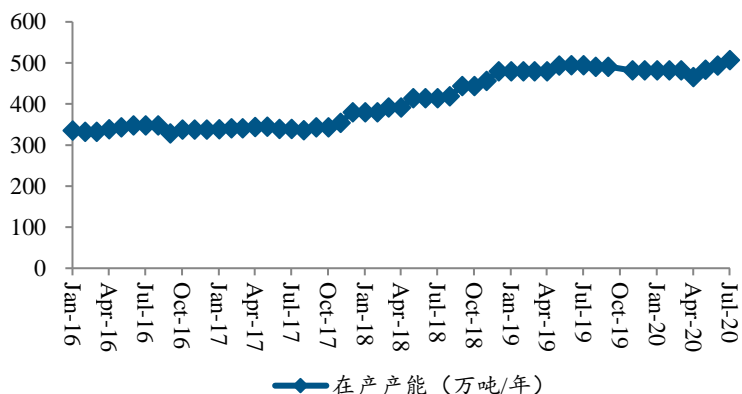
4.2. 2020-21 年行业新增产能冲击有限，国内龙头企业市场份额有望加速提升

供给端，国内玻纤龙头产能的缩放与需求的强弱适配。20Q1 国内疫情虽较为严峻，但供给端先行收缩：19Q3-20Q1，巨石成都三条线合计 23 万吨及泰山玻纤三条线合计 12 万吨因搬迁先行关停，重庆三磊等新进入企业新线暂无投产计划；而 20Q2 随着国内需求的复苏，龙头企业搬迁线陆续投产：巨石桐乡智能制造二线 15 万吨、成都搬迁智能制造一线 13 万吨及二线 12 万吨分别于 2020 年 6 月、7 月及 9 月点火投产；泰山玻纤 10 万吨新建线 5 月点火投产。此外，山东玻纤 3 改 8 万吨线于 2020 年 5 月投产。

再观海外，OC、PD、NEG 等龙头企业受疫情影响部分产线停产或限产，测算合计约 30 万吨。按 2008-09 及 2012-13 年经验，海外玻纤企业产线关停后较难复产，我们认为当前情况与彼时类似，中国经济率先复苏，巨石、泰山等有望加速抢占海外企业市场份额。

我们判断 2021 年底前邢台金牛 2 条 10 万吨线分别于 21Q1、21Q4 点火投产；巨石 15 万吨桐乡智能制造三线于 21Q3 点火投产，但预计 21H2 巨石埃及 8 万吨产线停产冷修。整体而言，**2020-21 年供给端冲击有限。**

图 31: 2020 年玻纤在产产能先缩后放



数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

表 8: 2019-21 年投产玻纤产线

点火时间	产线	年产能 (万吨)
2020.5	山东玻纤	8
2020.5	泰山玻纤	10
2020.6	巨石桐乡智能制造二线	15
2020.7	巨石成都智能搬迁一线	13
2020.9	巨石成都智能搬迁二线	12
2021Q1	邢台金牛一线	10
2021Q3	巨石桐乡智能制造三线	15
2021Q4	邢台金牛二线	10
2020-21 年新增		93
关停时间	产线	年产能 (万吨)
19Q3-20Q2	PD 斯洛文尼亚及美国线共 14 万吨, OC 美国共 8 万吨, NEG 3 万吨以及部分减产	30
2019.8	泰山玻纤 3#	4
2019.11	泰山玻纤 2#	4
2019.11	泰山玻纤 9#	4
2019.11	中国巨石 103#	9
2020.02	中国巨石 101#	6
2020.02	中国巨石 102#	8
2021H2	巨石埃及一线	8
关停合计		73

数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

4.3. 量价双升，龙头业绩有望持续超预期

我们认为 20Q3 玻纤行业新一轮景气复苏确立，需求旺盛之下，玻纤趋势性涨价全面开启，玻纤龙头业绩有望持续超市场预期：

1) 中国巨石：20Q3 收入 29.8 亿元，同增 11.51%，归母净利 5.17 亿元，

同增 4.52%，扣非后归母净利 4.5 亿元，同减 7.5%。单季度收入及利润增速年内首次转正，业绩符合预期。测算 20Q3 公司粗纱及制品销量达 53.8 万吨，同增 22%，再次刷新历史峰值（前高为 20Q2 的 49.5 万吨）；单三季度公司玻纤及制品均价环比抬升约 12.1%，我们判断一方面源于 9 月 1 日起内销新订单大幅涨价 7%，另一方面产品销售结构有所变动，电子布、车用纱等中高端产品占比提升。

公司销量增速远超行业，意味着公司市场份额的进一步提升。从产能释放节奏上看，6、7 月公司桐乡 15 万吨及成都 13 万吨智能制造线皆提前点火投产，成都 12 万吨智能制造二线 9 月亦提前点火投产，而公司 9 月公告桐乡 15 万吨智能制造粗纱三线开工建设，预计 21H2 建成投产。公司产线顺周期卡位恰逢其时，我们认为内需旺盛叠加海外需求复苏的新一轮景气上行周期之下，公司新产能将顺利落地为实质销量，全年完成 200 万吨的销量目标无虞，2021 年有望站上 220 万吨

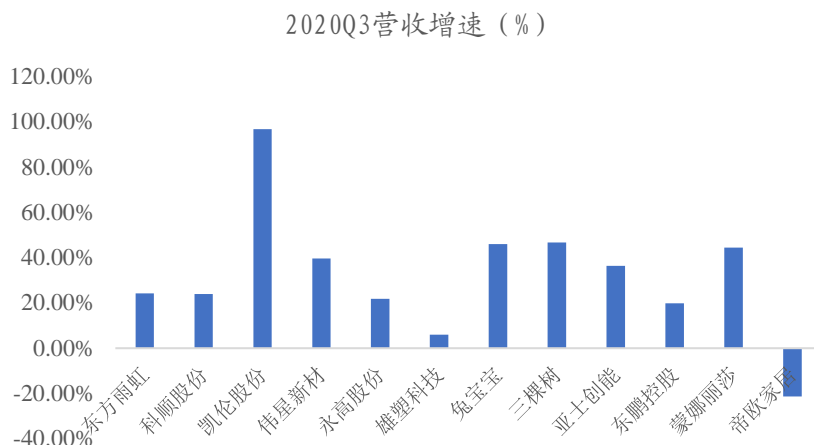
中材科技：20Q3 实现营收 53.3 亿元，同增 53.64%，归母净利 6.2 亿元，同增 71.98%，符合市场预期，公司玻纤、风电、隔膜三大板块皆有靓丽表现。测算单三季度公司玻纤销量超 30 万吨，创历史季度峰值。价格层面，9 月 1 日公司针对内销新订单客户提价 300 元/吨，而 9 月底不同型号粗纱再次提价 500-800 元/吨，10 月始电子纱不同规格涨价 200-500 元/吨，涨价朝全面超预期演绎。公司 F07/F08 产线分别于 5 月和 7 月点火投产，公司成本曲线进一步下移，且复产与行业需求复苏同步，将有效增厚公司业绩；三季度风电需求延续旺盛，公司产销饱满，测算季度销量超 3GW，板块利润或超 3 亿元；再观隔膜，测算三季度板块实现小千万级盈利，扭亏为盈。随着公司海外市场的突破以及新品研发进展顺利，测算 9 月隔膜销量已超 5000 万平，产能基本打满。11 月始新产线将陆续投产，预计 2021 年中期公司隔膜总产能或超 15 亿平（当前约 9.6 亿平），我们认为公司产能瓶颈问题将打破，盈利能力将持续爬坡。

5. 消费建材：进入全面复苏，也是分化时代的开启

5.1. 综述：行业全面景气，经营质量与成长潜力开启分化

全面景气：后端追赶前端，C 端迎来复苏拐点。从施工顺序的角度来看，H1 期间疫情爆发后顺序较靠前的开工施工端品种（防水材料，管道等）率先恢复增速领先，而 Q3 开始顺序靠后的竣工端品种（涂料，瓷砖）增速明显开始追上。从渠道差别来看，B 端建材在集中度提升不变的趋势下保持强劲的增长动能，而 C 端品种亦迎来增速由负转正的关键节点。行业迎来全面景气期。

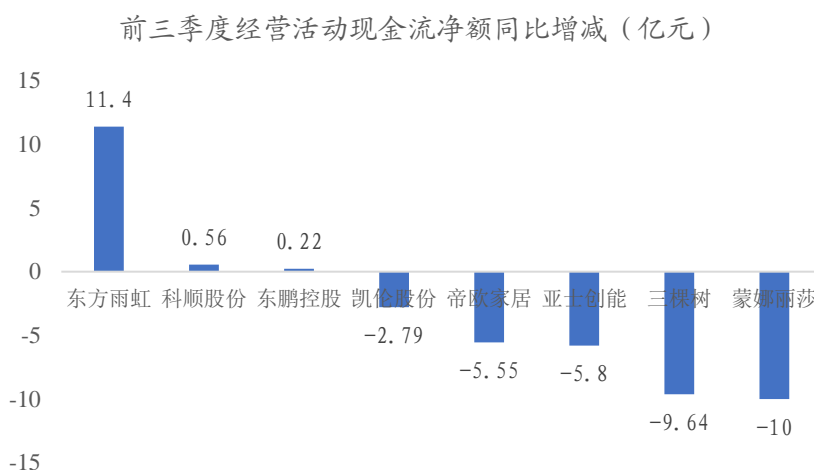
图 32：Q3 行业进入全面景气



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

分化开启: 经营质量的不同选择, B 端下半场的分化预演。2020Q3 期间不同行业乃至不同企业的现金流等经营质量指标也开始呈现明显的分化。防水行业龙头雨虹科顺同比去年均呈现边际改善的情况, 而后端的涂料和和瓷砖则相对有所下降。同时, 在增长潜力上分化的现象也开始出现, 部分行业如瓷砖等, 内部不同公司增速呈现明显的区别, 这则是 B 端下半场的预演: 随着部分地产商加杠杆的步伐受到约束, 以及精装修渗透率基数的逐步提升, B 端全面景气的时代或走向分化时代, 客户结构和运营管理能力将带来企业间的巨大差距。

图 33: 行业在经营质量选择产生分化



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

成本红利持久超预期, Q4 延续概率较大。今年在原油与各类化工品降价的背景下, 化学类建材品种例如防水, 涂料, 管道等充分享受成本端红利带来的利润率上升。我们在 Q2 期间判断, Q2 将是这些品种毛利率的相对高点, 这在 Q3 得到了印证, 但各品种毛利率的环比下滑幅度非常有限。目前原油价格保持弱势, 部分化工原料有所回暖, 整体而言 Q4 板块毛利率延续相对高位的概率较大。

表 9: 建材子行业 23 家公司单季度营收同比增速情况比较 (%)

代码	公司	行业	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
000786.SZ	北新建材	石膏板	7.21%	14.85%	-14.29%	34.06%	36.42%
002718.SZ	友邦吊顶	吊顶	-6.70%	7.85%	-46.65%	-0.91%	28.94%
002271.SZ	东方雨虹	建筑防水	35.23%	10.85%	-8.21%	20.98%	24.22%
300737.SZ	科顺股份		75.46%	23.07%	24.47%	39.72%	23.98%
300715.SZ	凯伦股份		59.17%	132.05%	50.49%	102.96%	96.65%
002372.SZ	伟星新材		-6.08%	-3.63%	-27.88%	-6.25%	39.54%
300198.SZ	纳川股份		-27.52%	3.26%	-46.72%	53.60%	27.69%
002694.SZ	顾地科技	塑料管材及型材	-3.76%	27.40%	-50.92%	9.28%	-16.06%
002641.SZ	永高股份		14.67%	15.24%	-28.74%	21.12%	21.78%
300599.SZ	雄塑科技		11.11%	0.56%	-26.14%	9.17%	5.93%
000619.SZ	海螺型材		15.62%	18.59%	-29.25%	14.86%	16.23%
000910.SZ	大亚圣象		4.16%	1.54%	-46.58%	6.90%	4.21%
600978.SH	宜华生活	人造板、地板	-44.87%	-23.72%	-50.48%	-91.18%	-91.32%
002631.SZ	德尔未来		2.88%	-2.90%	-46.13%	-17.21%	-4.35%
601996.SH	丰林集团		21.89%	1.60%	-57.61%	-16.45%	16.15%
002043.SZ	兔宝宝	涂料	6.86%	18.90%	-28.20%	17.99%	45.90%
603737.SH	三棵树		68.17%	65.99%	-31.10%	37.45%	46.69%
603378.SH	亚士创能		59.14%	32.73%	-12.05%	51.19%	36.32%
002918.SZ	蒙娜丽莎	陶瓷洁具	23.37%	21.32%	-19.75%	30.24%	44.48%
002798.SZ	帝欧家居		28.44%	28.80%	-23.81%	31.20%	-21.31%
603916.SH	苏博特		41.60%	40.41%	-9.03%	9.11%	11.80%
002398.SZ	垒知集团	外加剂	19.36%	25.25%	-25.21%	20.78%	20.89%
002809.SZ	红墙股份		-12.24%	234.53%	-10.67%	20.86%	20.88%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 10：建材子行业 23 家公司单季度毛利率情况比较

代码	公司	行业	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
000786.SZ	北新建材	石膏板	36.66%	24.21%	25.86%	33.89%	35.53%
002718.SZ	友邦吊顶	吊顶	33.14%	38.00%	24.38%	30.96%	31.96%
002271.SZ	东方雨虹	建筑防水	36.27%	33.99%	33.07%	42.45%	40.13%
300737.SZ	科顺股份		34.16%	33.12%	33.24%	41.51%	40.64%
300715.SZ	凯伦股份		33.68%	41.42%	38.54%	47.45%	41.53%
002372.SZ	伟星新材		47.71%	45.70%	40.99%	46.88%	45.84%
300198.SZ	纳川股份		19.82%	22.19%	18.50%	21.92%	22.51%
002694.SZ	顾地科技	塑料管材及型材	24.66%	22.89%	12.28%	22.03%	21.77%
002641.SZ	永高股份		25.63%	27.37%	22.73%	24.10%	28.49%
300599.SZ	雄塑科技		26.19%	25.24%	24.48%	25.86%	26.41%
000619.SZ	海螺型材		12.69%	10.18%	8.51%	12.82%	14.57%
000910.SZ	大亚圣象		37.88%	35.79%	32.64%	37.55%	38.83%
600978.SH	宜华生活	人造板、地板	36.37%	13.83%	26.77%	-16.18%	-20.69%
002631.SZ	德尔未来		32.17%	33.13%	19.92%	30.01%	29.95%
601996.SH	丰林集团		22.08%	26.25%	30.41%	24.81%	24.27%
002043.SZ	兔宝宝	涂料	17.16%	14.78%	19.83%	20.71%	18.76%
603737.SH	三棵树		39.31%	38.36%	35.13%	39.88%	39.51%

603378.SH	亚士创能		33.23%	32.52%	35.19%	40.37%	38.00%
002918.SZ	蒙娜丽莎	陶瓷洁具	37.64%	42.75%	38.11%	33.40%	35.94%
002798.SZ	帝欧家居		36.69%	35.94%	35.90%	36.06%	37.62%
603916.SH	苏博特		46.55%	45.04%	52.28%	43.32%	42.88%
002398.SZ	垒知集团	外加剂	29.49%	28.58%	28.78%	24.63%	23.53%
002809.SZ	红墙股份		34.94%	32.38%	30.01%	33.04%	32.16%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 11：建材子行业 23 家公司单季度净利率情况比较

代码	公司	行业	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
000786.SZ	北新建材	石膏板	18.12%	13.05%	1.61%	19.40%	22.51%
002718.SZ	友邦吊顶	吊顶	9.47%	22.14%	-36.84%	16.58%	19.26%
002271.SZ	东方雨虹		13.08%	9.48%	4.95%	15.35%	16.80%
300737.SZ	科顺股份	建筑防水	7.65%	7.08%	3.63%	14.08%	16.98%
300715.SZ	凯伦股份		10.15%	13.54%	10.84%	11.98%	15.59%
002372.SZ	伟星新材		24.55%	18.86%	15.36%	21.86%	26.72%
300198.SZ	纳川股份		-8.44%	-54.27%	4.06%	6.69%	8.91%
002694.SZ	顾地科技	塑料管材及型材	6.02%	-1.54%	-27.87%	3.71%	-3.74%
002641.SZ	永高股份		8.08%	9.87%	4.47%	12.22%	13.40%
300599.SZ	雄塑科技		12.61%	9.63%	9.57%	11.77%	11.86%
000619.SZ	海螺型材		1.92%	-1.32%	-8.80%	3.85%	3.36%
000055.SZ	方大集团	幕墙、地铁屏蔽门	13.69%	11.74%	-8.42%	12.18%	13.22%
000910.SZ	大亚圣象		0.20%	-23.46%	-38.58%	-209.04%	-177.25%
600978.SH	宜华生活		5.83%	-2.73%	-16.80%	6.74%	5.22%
002631.SZ	德尔未来	人造板、地板	7.77%	6.91%	-8.92%	8.54%	12.31%
601996.SH	丰林集团		9.85%	9.83%	-7.47%	5.23%	8.42%
002043.SZ	兔宝宝		9.70%	6.51%	-28.47%	11.67%	9.50%
603737.SH	三棵树	涂料	5.52%	5.12%	-23.41%	15.73%	11.50%
603378.SH	亚士创能		12.95%	11.45%	8.17%	13.55%	10.49%
002918.SZ	蒙娜丽莎	陶瓷洁具	11.98%	9.22%	6.22%	10.43%	12.13%
002798.SZ	帝欧家居		13.99%	11.08%	13.10%	12.86%	14.67%
603916.SH	苏博特		12.56%	9.03%	11.88%	11.82%	10.34%
002398.SZ	垒知集团	外加剂	11.44%	8.77%	10.75%	14.85%	9.36%
002809.SZ	红墙股份		18.12%	13.05%	1.61%	19.40%	22.51%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

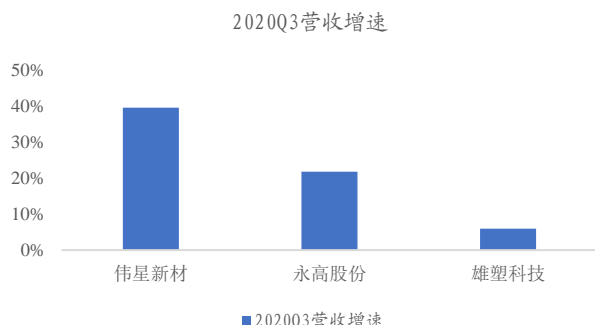
5.2. 塑料管道：C 端拐点确认，B 端势头延续

C 端拐点反弹斜率显著。2020Q3 塑料管道上市公司伟星新材，永高股份，雄塑科技营收增速分别为 39.54%，21.78%与 5.93%。可以观察到以 C 端为主的伟星新材不仅在 Q3 年内第一次实现单季度正增长，而且增速反弹斜率非常显著，我们测算刨除工程业务，原材料贸易等带来的增长外，公司实际 C 端单季度销售增速也应该在 20%以上，零售市场拐点明确确认。而 B 端业务相对而言更多以稳健为主。

利润率相对稳定，盈利能力差距较为显著。从盈利能力来看，由于塑料

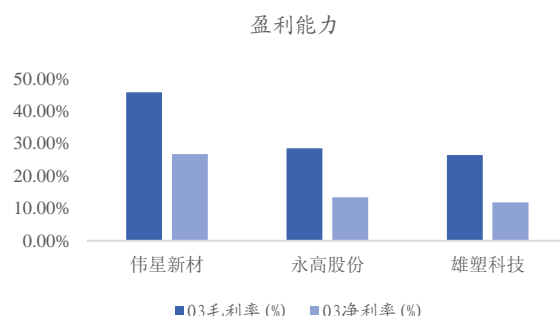
管道多以渠道为主要销售方式，因此调价相对较为平凡，B端企业原材料红利有所体现但幅度相对较小，而伟星在B端业务相对占比提升的变化下毛利率略有下降。C端和B端盈利能力的差距依然显著。

图 34: 2020Q3 保持较强增长势头



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 35: 2020Q3 原材料红利持久盈利能力维高位



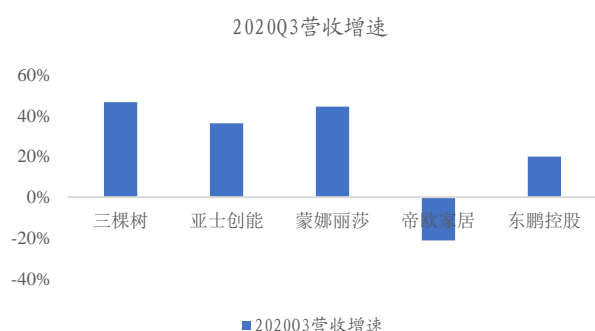
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5.3. 涂料与瓷砖: 分化时代的预演, 现金流占用有所增加

营收增速呈现分化时代的预演。随着疫情的逐步恢复，景气逐渐从防水等前端品种向涂料，瓷砖等后端品种所转移。因此 Q3 涂料与瓷砖板块营收增速相对 Q2 呈现加速的态势，从结构的细分来看，亦然基本是 B 端加速，C 端迎来单季度正增长拐点态势，和整个行业的情况基本较为温和。但行业之间，尤其是瓷砖行业，不同公司的增速却呈现明显的分化，负增长公司或与其大客户需求的波动剧烈有关。这样的现象是 B 端后半场的预演：随着部分地产商加杠杆的步伐受到约束，以及精装修渗透率基数的逐步提升，B 端全面景气的时代或走向分化时代，客户结构和运营管理能力将带来企业间的巨大差距。

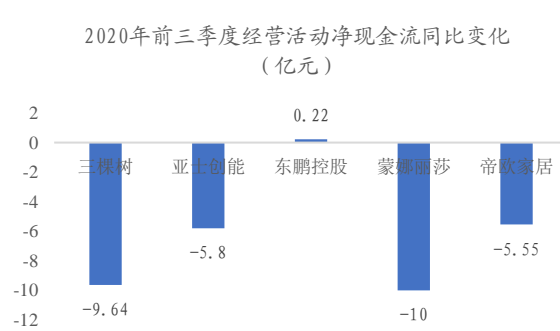
现金流占用增加或说明行业竞争激烈程度或有所加剧。和龙头经营质量有所改善的防水行业不同，涂料与瓷砖行业 2020 年前三季度经营活动现金流量净额同比基本都有比较明显的下滑。这样的数字变化一方面是 B 端业务高增长下 C 端占比降低所导致，另一方面也反应这两个行业中 B 端业务竞争激烈程度或有所增加。

图 36: 2020Q3 营收增速开启分化



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 37: 现金流占用增加或说明 B 端业务竞争加剧



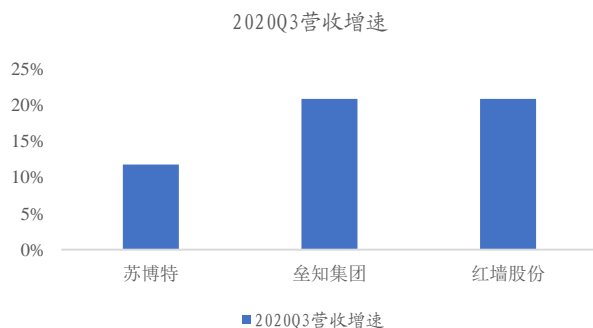
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5.1. 外加剂: 龙头保持增长势头, 经营质量保持稳定

行业龙头保持较为稳健的增速。2020Q3 外加剂行业龙头苏博特，垒知集团，红墙股份营收增速分别为 11.80%，20.89%，20.88%，温和增长，基本延续 Q2 的增速变化幅度非常小。行业在退城入园等趋势下正处于集中度提升的阶段，行业龙头增长确定性较高。绝对增速值来看在整个板块中处于相对温和的状态。

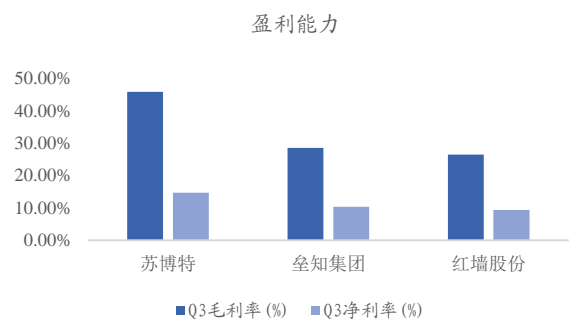
盈利能力与现金流状况保持相对稳定。行业在会计准则调整的变化下，毛利率同比可比性有所下降，但从环比角度来看，Q3 与 Q2 相比基本较为稳定。从现金流角度看，前三季度公司同比波动也较小，这或主要与公司不直接与地产等大客户结算有关，受下游资金情况起伏直接影响较小。

图 38: 2020Q3 保持稳健温和增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 39: 盈利能力与现金流等保持相对稳定



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5.2. 东方雨虹: 质与量并重, 多品类快速

增长势头保持强劲。Q3 公司收入 61.94 亿, 同比增长 24.22%, Q4 随着赶工及重点工程新项目落到地, 公司有望继续展现基建弹性, 收入增速有望提速。在地产融资收紧情况下, 优质的头部房企优势在扩大, 市占率可能逆势扩张, 而这也正是雨虹近年来加大合作的目标市场。同时基建仍然是宏观经济中增长高确定性的一环, 雨虹今年加大重点工程领域的倾斜力度, 增长的确定性更强。

Q3 原油价格反弹, 预计 Q4 毛利率保持相对稳定。原油价格 Q3 出现一定幅度反弹, 带动原材料沥青价格有所提升, 公司 Q3 的成本有所抬升, 毛利率环比下降 2.32 个百分点至 40.13%, 但同比仍明显提升近 4 个百分点。国庆后, 原油价格又开始调整下行; 同时进入 11 月下旬后, 沥青最大需求的道路改造需求将进入今年尾声, 价格可能将维持低位, Q4 公司毛利率判断有望保持环比保持相对稳定。

做出高质量发展选择。公司在 Q3 收入增长 62 亿的情况下, 应收账款总额 94.98 亿, 环比 Q2 仅增长 6.9 亿。而经营性净现金流为-5.49 亿, 同比 2019Q3 提升 3.42 亿, 并且考虑到其中包含支出履约保证金 12 亿, 实际现金流应该在正的 6.5 亿左右。2020Q3 雨虹销售现(销售收到现金/营业收入)已经接近 90%, 同比明显提升 5%, 做出与行业不一样的高质量发展选择。

多品类扩张在途。近期雨虹公布 80 亿定增方案，投向高分子防水卷材、涂料、减水剂、保温砂浆等方面建设，多品类的布局大幅扩张。在集采赛道快速发展的过程中，拥有品类全，生产能力稳定布局广，仓储物流体系成熟，工程服务经验多，品牌口碑好等“工程基因”才是占据份额的关键。东方雨虹凭借在防水工程领域占据龙头地位，拥有强大“工程基因”，此次继续扩大在 高分子、涂料、保温、上游原材料等领域布局，打开多元成长天花板。

5.3. 伟星新材：C 端迎来拐点，盈利能力与经营质量继续上升

C 端迎来拐点，与 B 端一同双轮驱动。Q3 公司收入增速至近 40%，或零售及工程双轮驱动。测算 Q3C 端销量增速超过 20%，四季度及未来一年的时间零售端业绩有望持续恢复。估算 Q3 工程端增速超过 30%，公司市政工程业务经历了 2018-2019 年两年调整后叠加今年各地政府对冲疫情基建项目赶工影响，增速快速攀升。在专项债及特别国债带动下，重点工程项目有望逐步释放，公司市政工程业务有望继续稳步增长。而公司地产工程业务，我们判断 Q3 增速在 20%左右，保持了稳健的增长速度。

净利率创历史新高，寒武纪贡献投资收益。公司 Q3 毛利率 45.84%，环比略降 1 个百分点，我们判断主要是原油 Q3 出现明显反弹，公司原材料成本有一些上行。判断在油价稳定的情况下，公司销售规模继续放量，规模效应有望带动毛利率稳步提升。2020Q3 费用率同比下降 1.88 个百分点至 17.67%，净利率同比提升 2.17 个百分点至 26.72%的历史最好盈利水平。2018 年公司投资东鹏合立基金，基金总额 17.02 亿元，公司出资比例为 47%，其中投资北京中科寒武纪，Q3 公司投资收益 0.41 亿，同比增长 0.4 亿，也助力 Q3 业绩高增长。

经营质量进一步提升。报告期公司在手现金 14.65 亿元，同比增长 1.25 亿。资产负债率同比继续下降至 19.67%。经营性净现金流为 6.71 亿元，同比增长 1.2 亿元。并且在 Q3 收入大增 40%，其中工程业务增速领跑的情况下，应收账款总额 2.98 亿，同比下降 0.81 亿，继续显示公司对于业务卓越的风险管控的意识。

5.4. 北新建材：石膏板需求修复，防水整合优化

石膏板需求回暖，费用率带动盈利改善。2020Q3 我们估算公司实现石膏板销量 6.2 亿平，同比增长 11.5%，受益后端需求回暖。我们判断四季度销量有望继续保持增长势头。我们测算 2020Q3 公司石膏板均价约为 5.5 元/平，同比下降约 0.3 元/平，环比略有提升，判断中高端产品销量占比提升，带动了平均价格小幅上升。2020Q3 公司毛利率 35.52%，同比基本维持稳定，但环比提升 1.63 个百分点。而费用率角度，公司 Q3 三费率同比下降 3.69 个百分点至 9.42%，带动净利率回升至 22.51%的历史较好水平。

防水业务处于整合优化期。今年公司以联合重组后的北新禹王系、北新蜀羊系及北新金拇指系防水公司为基础，成立了统一的防水板块经营管理平台，实施“一体化管理+区域化运营”，完成了对公司防水材料业务的初步整合优化。我们估算公司 Q3 防水业务收入体量在 7 亿左右。三季度公司经营性净现金流恢复为 8.85 亿，收入/销售商品获得现金的现销比恢复至 1。在手现金同比提升 4.1 亿至 8.75 亿；资产负债率环比略降 0.87 个百分点至 30.28%。

海外与产业链拓展打开成长空间。截至 2019 年底，北新石膏板投产产能达 27.52 亿平，根据市场形势和公司发展，北新建材新一轮全球石膏板战略规划出炉，计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右，配套进行 50 万吨龙骨产能布局，配套进行 50 万吨龙骨产能布局。美国诉讼一次性解决，国际化最大障碍解除，未来国际化有望加速。同时北新正逐步从产品供应商到全产品系统解决方案供应商发展，为客户打造“四位一体”绿色建筑新材料整体解决方案：石膏板、龙骨、矿棉板、万能板、弹性地板构建的“全屋装配”室内系统；粉料涂料砂浆系统；外墙保温节能系统；防水系统，打开公司成长空间。

6. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要的下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内我们预判煤炭价格上行空间不会很大，但一旦上涨，短期内影响水泥企业的盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		