

建筑材料行业

水泥继续超预期，玻璃最差阶段已过，三条主线优选高景气龙头

核心观点：

- **全国水泥出货率和库容比均好于去年同期，甘青地区价格普涨。**根据数字水泥网，截至 2020 年 5 月 8 日，全国水泥均价 434 元/吨，环比上周上涨 1.17 元/吨，已连续三周上涨，同比去年仅下跌 2.87 元/吨，分区域来看，两广和陕甘地区水泥均价分别高出去年同期 35 元和 43 元；水泥库容比 54.5%，环比上周下降 2.38pct，同比去年下降 2.06pct，为年后首次低于去年同期；水泥出货率 92.09%，环比上周上涨 0.68pct，同比去年上涨 7.99pct，出货率大幅高于去年同期。5 月初，剔除雨水天气影响，国内水泥市场需求继续保持旺盛状态，华东、中南、西南和西北等地大部分企业实现产销平衡，局部省份销大于产，库存普遍降至偏低水平，支撑水泥价格保持恢复性上调态势。除了水泥行业以外，防水、减水剂等早周期行业同样也保持着旺盛的需求。
- **玻璃行业供给大幅减少，价格首涨，行业最差的阶段已经过去。**本周全国白玻均价 1359 元/吨，环比上周上涨 12 元/吨，为年后首次上涨，同比去年下跌 139 元/吨；在产玻璃产能 89802 万重箱，环比上周减少 1230 万重箱，同比去年减少 3768 万重箱；行业库存 5159 万重箱，环比上周减少 29 万重箱，同比去年增加 716 万重箱。玻璃行业需求持续在恢复，在产产能减少使得本周玻璃价格上涨同时库存同比减少；从区域来看，前期现货价格大幅度调整，各区域价格差异缩窄，减少了产品的流动性，同时在高速公路即将收费和华北地区产能减少预期的作用下，贸易商和加工企业备货积极性增加；行业最差的阶段已经过去。
- **三条主线推荐景气度高的行业龙头。**展望 2020 年全年，受国内外疫情影响，逆周期调控力度在加大，逆周期对行业的增量影响主要体现在基建和旧改；房地产竣工回升虽在一季度被疫情打断，不过随着疫情逐步缓和、经济恢复正常，微观跟踪 4 月中旬以来在快速恢复（水泥是 3 月中旬以来快速恢复），预计将重回上升趋势，叠加精装房渗透率持续提升，带来消费建材 2B 业务继续高景气。具体到投资策略，一是继续看好早周期基建品种，关注水泥行业的祁连山、冀东水泥、海螺水泥、中国建材、上峰水泥、宁夏建材，防水行业的东方雨虹，减水剂行业双龙头垒知集团、苏博特；二是看好地产竣工链品种，关注兔宝宝、旗滨集团、北新建材、蒙娜丽莎；三是继续看好弱周期、成长性较好的品种，重点关注山东药玻。
- **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。

行业评级

持有

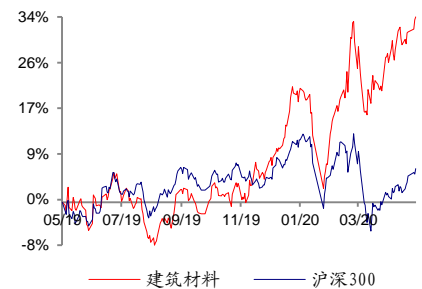
前次评级

持有

报告日期

2020-05-10

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



xielu@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：

水泥行业专题报告：复盘比较 2020-05-06

2006-2011 年和 2016-至今

西北水泥，这次会走得更远

建筑材料行业 19 年报及 20 2020-05-04

年 1 季报总结：2019 年行业

继续高景气，2020Q1 疫情

下早周期品种表现较好

建筑材料行业：2020 年 Q1 机 2020-04-24

构持仓：行业超配，公募加

仓防水，陆港通偏爱水泥

联系人：李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

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(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海螺水泥	600585.SH	RMB	60.85	2020/4/28	买入	70.31	6.04	5.89	10.07	10.33	6.24	5.83	18.9	15.6
海螺水泥	00914.HK	HKD	59.55	2020/4/28	买入	77.07	6.04	5.89	9.00	9.23	6.24	5.83	18.9	15.6
华新水泥	600801.SH	RMB	27.63	2020/4/29	买入	29.40	2.65	3.09	10.43	8.94	7.66	6.60	22.5	22.5
旗滨集团	601636.SH	RMB	5.48	2020/4/19	买入	6.27	0.57	0.68	9.61	8.06	5.23	4.36	17.1	18.4
山东药玻	600529.SH	RMB	41.53	2019/10/23	买入	29.70	0.99	1.23	41.95	33.76	16.18	13.17	12.4	13.4
中国巨石	600176.SH	RMB	8.69	2020/3/23	买入	10.44	0.56	0.70	15.52	12.41	10.73	9.32	11.1	12.2
中材科技	002080.SZ	RMB	12.76	2020/3/18	买入	14.85	1.07	1.08	11.93	11.81	9.80	9.81	13.3	11.8
长海股份	300196.SZ	RMB	10.38	2020/4/27	买入	17.00	0.80	1.12	12.98	9.27	7.36	5.54	11.1	13.4
东方雨虹	002271.SZ	RMB	38.87	2020/4/28	买入	46.50	1.86	2.30	20.90	16.90	17.18	13.75	24.1	24.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	12.59	2020/4/29	买入	13.57	0.59	0.68	21.34	18.51	15.24	13.24	23.2	25.7
北新建材	000786.SZ	RMB	24.19	2020/4/28	买入	30.80	1.54	2.03	15.71	11.92	12.86	9.97	16.5	18.6
帝欧家居	002798.SZ	RMB	30.14	2020/4/30	买入	32.94	1.83	2.22	16.47	13.58	11.31	9.05	16.7	17.4
兔宝宝	002043.SZ	RMB	7.49	2020/3/1	买入	10.54	0.62	0.81	12.08	9.25	9.88	6.85	18.9	19.9
冀东水泥	000401.SZ	RMB	21.22	2020/4/24	买入	24.85	2.64	3.03	8.04	7.00	2.77	1.97	18.8	17.7
祁连山	600720.SH	RMB	17.00	2020/4/24	买入	20.62	2.32	2.63	7.33	6.46	4.48	3.86	22.5	21.9
塔牌集团	002233.SZ	RMB	13.95	2020/4/25	买入	16.45	1.68	1.84	8.30	7.58	5.48	4.87	18.4	18.0
中国建材	03323.HK	HKD	9.86	2020/4/13	买入	12.38	1.65	2.17	5.46	4.15	4.73	3.40	15.2	17.2

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2020年5月8日该公司收盘市值；表中2020年和2021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、我们的观点：水泥继续超预期，玻璃最差阶段已过，三条主线优选高景气龙头	5
二、2020 年 5 月第一周：水泥、熟料和平板玻璃价格环比上涨，光伏玻璃和玻纤价格环比持平	5
三、2020 年 5 月第一周成本：原油、固废、沥青、PVC 和环氧乙烷价格环比上涨；主要原材料比去年同期均有较大跌幅	7
四、市场面：建材行业整体估值较低，行业跑赢大盘	8
五、风险提示	8

图表索引

表 1: 水泥、熟料、平板玻璃、光伏玻璃均价	6
表 2: 全国水泥玻璃库存	6
表 3: 水泥分区域价格 (价格单位: 元/吨 库存单位: % 出货率单位: %)	7

一、我们的观点：水泥继续超预期，玻璃最差阶段已过， 三条主线优选高景气龙头

全国水泥出货率和库容比均好于去年同期，甘青地区价格普涨。根据数字水泥网，截至2020年5月8日，全国水泥均价434元/吨，环比上周上涨1.17元/吨，已连续三周上涨，同比去年仅下跌2.87元/吨，分区域来看，两广和陕甘地区水泥均价分别高出去年同期35元和43元；水泥库容比54.5%，环比上周下降2.38pct，同比去年下降2.06pct，为年后首次低于去年同期；水泥出货率92.09%，环比上周上涨0.68pct，同比去年上涨7.99pct，出货率大幅高于去年同期。5月初，剔除雨水天气影响，国内水泥市场需求继续保持旺盛状态，华东、中南、西南和西北等地大部分企业实现产销平衡，局部省份销大于产，库存普遍降至偏低水平，支撑水泥价格保持恢复性上调态势。除了水泥行业以外，防水、减水剂等早周期行业同样也保持着旺盛的需求。

玻璃行业供给大幅减少，价格首涨，行业最差的阶段已经过去。本周全国白玻均价1359元/吨，环比上周上涨12元/吨，为年后首次上涨，同比去年仍下跌139元/吨；在产玻璃产能89802万重箱，环比上周减少1230万重箱，同比去年减少3768万重箱；行业库存5159万重箱，环比上周减少29万重箱，同比去年增加716万重箱。玻璃行业需求持续在恢复，在产产能减少使得本周玻璃价格上涨同时库存同比减少；从区域来看，前期现货价格大幅度调整，各个区域的价格差异缩窄，减少了部分产品的流动性，同时在高速公路即将收费和华北地区产能减少预期的作用下，贸易商和加工企业备货积极性增加；目前部分区域的供需矛盾得到了一定幅度的改善，同时行业库存呈现环比小幅下降的趋势，行业最差的阶段已经过去。

三条主线推荐景气度高的行业龙头。展望2020年全年，受国内外疫情影响，逆周期调控力度在加大，逆周期对行业的增量影响主要体现在基建和旧改；房地产竣工回升虽在一季度被疫情打断，不过随着疫情逐步缓和、经济恢复正常，微观跟踪4月中旬以来在快速恢复（水泥是3月中旬以来快速恢复），预计将重回上升趋势，叠加精装房渗透率继续提升，带来消费建材2B业务继续高景气。具体到投资策略，一是继续看好早周期基建品种，关注水泥行业的祁连山、冀东水泥、海螺水泥、中国建材、上峰水泥、宁夏建材，防水行业的东方雨虹，减水剂行业双龙头垒知集团、苏博特；二是看好地产竣工链品种，关注兔宝宝、旗滨集团、北新建材、蒙娜丽莎；三是继续看好弱周期、成长性较好的品种，重点关注山东药玻。

二、2020年5月第一周：水泥、熟料和平板玻璃价格 环比上涨，光伏玻璃和玻纤价格环比持平

（1）水泥：据数字水泥网，截至2020年5月8日，全国水泥均价434元/吨，环比上周上涨1.17元/吨，连续三周上涨，同比去年下跌2.87元/吨；熟料均价358.25元/吨，环比上周上涨2.25元/吨，同比去年下跌40.25元/吨；水泥库容比54.5%，环比上周下降2.38pct，同比去年下降2.06pct；水泥出货率92.09%，环比上周上涨0.68pct，同比去年上涨7.99pct。5月初，剔除雨水天气影响，国内水泥市场需求继续保持旺盛状态，华东、中南、西南和西北等地大部分企业实现产销平衡，局部省份销大于产，库存普

遍降至偏低水平，支撑水泥价格保持恢复性上调态势。

(2) 平板玻璃：据玻璃信息网，截至2020年5月8日，全国白玻均价1359元/吨，环比上周上涨12元/吨，同比去年下跌139元/吨；剔除僵尸产能后玻璃产能利用率为78.93%，环比上周下降1.09%，同比去年下降4.83%；在产玻璃产能89802万重箱，环比上周减少1230万重箱，同比去年减少3768万重箱；行业库存5159万重箱，环比上周减少29万重箱，同比去年增加716万重箱；周末库存天数20.97天，环比上周增加0.17天，同比增加3.64天。本周玻璃现货市场总体走势尚可，生产企业产销维持前期的水平，市场情绪有所好转。一方面是前期现货价格大幅度调整，各个区域的价格差异缩窄，减少了部分产品的流动性，本地厂家出库环比有所增加；另一方面在高速公路即将收费和华北地区产能减少预期的作用下，贸易商和加工企业备货积极性有所增加。总体看目前部分区域的供需矛盾得到了一定幅度的改善，同时行业库存呈现环比小幅下降的趋势。

(3) 光伏玻璃：据卓创资讯，截至2020年5月8日，本周光伏镀膜玻璃均价24.00元/平米，环比上周持平，同比去年下跌2.25元/平米；国内光伏玻璃市场整体维持稳定。

(4) 玻纤：据卓创资讯，截至2020年5月8日，玻纤纱价格环比持平，粗纱价格同比去年下跌525元/吨（内江华原同比下跌400元/吨，巨石成都同比下跌675元/吨，长海股份同比下降500元/吨），电子纱（泰玻）同比上涨100元/吨。

表1：水泥、熟料、平板玻璃、光伏玻璃均价

全国均价	水泥（元/吨）	熟料（元/吨）	平板玻璃（元/吨）	光伏玻璃（元/平米）
最新价格	434	358	1359	24.00
去年同期价格	437	399	1498	26.50
上周价格	433	356	1347	24.00
年初以来均价	447	366	1579	27.52
去年全年均价	439	393	1577	26.44
去年最高价	471	410	1684	28.90
去年最低价	420	382	1492	23.75

数据来源：数字水泥网、玻璃信息网、卓创资讯、广发证券发展研究中心

注：最新价格指2020年5月8日价格；去年同期指2019年5月10日；上周指2020年4月30日。

表2：全国水泥玻璃库存

库存	水泥（%）	平板玻璃（万重箱）
最新库存	54.50	5159（21天）
去年同期（同比）	56.56	4443（17天）
上周（环比）	56.88	5188（21天）
去年全年平均	56.89	4008（16天）
去年最高	64.63（日期：2019/3/8）	4528（18天）（日期：2019/4/19）
去年最低	49.94（日期：2019/12/6）	3195（13天）（日期：2019/1/4）

数据来源：数字水泥网、玻璃信息网、广发证券发展研究中心

注：最新库存指2020年5月8日数据；去年同期指2019年5月10日；上周指2020年4月30日。

表3: 水泥分区域价格 (价格单位: 元/吨 库存单位: % 出货率单位: %)

水泥: 分区域	江浙沪皖	京津冀	湖北	两广	陕甘	成渝地区
最新价格	488	470	505	495	463	405
上周价格	483	470	480	495	463	405
去年同期价格	498	480	500	460	420	490
2019-2020 年 高点价格	550 (日期: 2019.12.20)	507 (日期: 2019.11.22)	570 (日期: 2019.11.1)	533 (日期: 2019.11.29)	463 (日期: 2020.4.30)	495 (日期: 2019.4.12)
最新库存	44.00	55.83	50.00	55.00	48.00	55.00
上周库存	46.67	56.67	60.00	63.13	48.00	57.50
去年同期库存	50.00	50.83	48.75	65.63	54.00	42.50
最新出货率	103.08	85.83	103.75	104.38	98.00	95.00
上周出货率	104.23	84.17	102.50	104.38	98.00	92.50
去年同期出货率	97.69	83.33	100.00	83.57	75.00	87.50

数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

注: 最新价格、最新库存、最新出货率指 2020 年 5 月 8 日数据; 去年同期指 2019 年 5 月 10 日; 上周指 2020 年 4 月 30 日。

三、2020 年 5 月第一周成本: 原油、国废、沥青、PVC 和环氧乙烷价格环比上涨; 主要原材料比去年同期均有较大跌幅

(1) 原油: 据Wind资讯, 以WTI现货价格为例, 2020年5月8日报价24.74美元/桶, 环比上周上涨31.32%, 同比上年下跌59.9%。

(2) 煤炭 (水泥主要变动成本): 据Wind资讯, 以山西优混为例, 2020年5月4日报价464元/吨, 环比上周下跌1.47%, 同比上年下跌24.49%。

(3) 天然气 (玻璃玻纤主要变动成本): 据Wind资讯, 以济南LNG到货价为例, 2020年5月8日, 全国液化天然气市场价3135元/吨, 环比上周下跌2.03%, 同比去年下跌19.62%。

(4) 纯碱 (玻璃主要变动成本): 据Wind资讯, 2020年5月8日全国重质纯碱中间价1375元/吨, 环比上周下跌3.03%, 同比上年下跌31.01%。

(5) 国废 (石膏板主要变动成本): 据百川资讯, 以广东黄板纸为例, 2020年5月8日报价1839元/吨, 环比上周上涨0.27%, 同比上年下跌18.74%。

(6) 沥青等 (防水主要变动成本): 据百川资讯, 2020年5月8日华南改性沥青3300元/吨, 环比上周上涨1.54%, 同比上年下跌32.31%。

(7) 丙烯酸、钛白粉等 (建筑涂料主要变动成本): 据百川资讯, 2020年5月8日丙烯酸价格7300元/吨, 环比上周持平, 同比上年下跌12.05%; 2020年5月8日钛白粉价格14000元/吨, 环比上周持平, 同比上年下跌9.68%。

(8) PVC、PP等 (塑料管道主要变动成本): 据百川资讯, 2020年5月8日华东电

石法PVC树脂5625元/吨，环比上周上涨5.14%，同比上年下跌19.99%；2020年5月8日齐鲁石化PP树脂8000元/吨，环比上周持平，同比上年下跌13.51%。

(9) 环氧乙烷(减水剂主要变动成本)：据金联创资讯，2020年5月8日华东中石化环氧乙烷6300元/吨，环比上周上涨5%，同比上年下跌19.23%。

四、市场面：建材行业整体估值较低，行业跑赢大盘

(1) 2020年5月8日建材指数PB(LF)估值为2.21，2012年以来行业PB(LF)平均值为2.12，最高值3.82，最低值1.56。2020年5月8日建材指数PE(TTM)估值为13.52，2012年以来行业PE(TTM)平均值为19.20，最高值35.88，最低值9.35。

(2) 2020年5月6日至2020年5月8日建材指数上涨2.13%，上证综指上涨1.23%，深证成指上涨2.61%，沪深300上涨1.30%，创业板上涨2.70%，中小板上涨2.04%，中证500上涨2.87%。

五、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，带领团队荣获2019年新财富非金属材料建材行业第二名。

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。

李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年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 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@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。

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性

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。