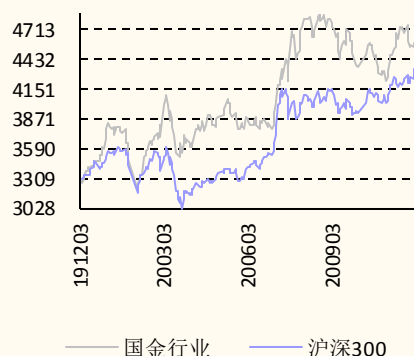


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金非金属类建材指数	4592
沪深 300 指数	5067
上证指数	3449
深证成指	13962
中小板综指	12618



相关报告

- 1.《行业格局持续改善，布局龙头正当时-塑料管道行业深度报告》，2020.10.26
- 2.《行业拐点已至，龙头企业有望受益-耐火材料行业深度报告》，2020.9.20
- 3.《珍惜当下，布局未来-玻纤行业深度报告》，2020.7.16
- 4.《华东出梅在即，水泥基本面靓丽-水泥行业专题报告》，2020.7.5
- 5.《供需格局改善，价格上涨可期-玻璃行业研究》，2020.5.25

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 联系人

百尺竿头，更进一步

投资建议

- 20 年建材板块走势位居市场前列，我们认为 21 年有三大投资主线：
- 一、随着疫情影响的逐渐淡化，我国经济稳步回暖，全球经济也有望出现复苏，顺周期板块或存较多投资机会：在基建和房地产需求支撑下，供需格局稳定的水泥板块；行业供给结构变化，并受益于地产竣工修复的玻璃板块；与宏观经济密切相关，且充分受益于海外需求复苏的玻纤和耐火材料板块。
- 二、行业集中度提升逻辑继续演绎，消费建材以及耐火材料领域“强者愈强”的趋势逐步确立。建议关注：防水材料、石膏板、涂料、塑料管道等 B 端消费建材龙头企业以及耐火材料龙头企业的投资机会。
- 三、随着精装房对零售市场冲击减弱，老房、二手房翻新和老旧小区改造也将拉动部分室内装修需求，C 端建材或已走出最困难时期。建议关注：悲观预期释放完毕、估值迎来回归的 C 端建材企业，如：塑料管道和石膏板等。

行业点评

- **水泥行业：**20 年水泥需求总量并未减少，只是疫情及雨水天气影响需求释放节奏，致使全年均价小幅回落。21 年随着基建投资相关抑制因素的减弱，增速有望提升。“三道红线”虽强化房企融资监管，但从房企降负债的角度看，短期内新开工与竣工仍有推进动力。同时，供给端控制力度料将延续，因此行业供需格局保持稳定，水泥价格整体乐观，有望同比改善。
- **玻璃行业：**20 年一季度疫情导致下游需求停滞，但也使得多条产线停产。下半年需求回暖后，由于前期沙河地区关停多条燃煤产线，低价玻璃话语权的减弱，使得玻璃价格上涨大超预期。21 年房地产竣工有望继续修复，伴随供需格局改善，玻璃价格中枢将进一步抬升。
- **玻纤行业：**20 年尽管海外需求有所下滑，但国内需求快速回升，库存的不断降低，使得玻纤价格在 8 月份开启全面上涨通道。21 年国内需求继续旺盛的同时，海外需求也有望迎来复苏，而供给虽有一定增长，但相对可控。我们认为，行业底部确认，本轮行业上行周期已然开启。
- **耐火材料行业：**行业集中度历来较低，中国建材和中国宝武的耐材企业重组宣告行业整合启动，而下游钢铁行业集中度的持续提升，也将推动这一进程，优秀民营企业有望脱颖而出。在整体承包模式下，头部耐材企业受钢铁行业景气度变化影响有限。
- **消费建材行业：**各子行业竞争格局普遍分散，但近年来，由于产业政策、环保治理、下游房地产集中度提升、精装修和集采模式的推行等原因，B 端消费建材呈现“强者愈强”的趋势。参照东方雨虹，未来龙头公司有望迎来盈利和估值的双升。此外，随着精装房冲击减弱，以及老房、二手房翻新和老旧小区改造对室内装修需求的拉动，当前 C 端建材市场或将逐渐好转。

推荐标的

- 华新水泥；旗滨集团；中国巨石；北京利尔；东方雨虹。

风险提示

- 基建投资回升不及预期；房地产投资下行超预期；老旧小区改造推进不及预期；原燃材料成本上涨风险；海外疫情持续风险。

内容目录

1.行业回顾与展望：行业盈利回升，板块表现领先.....	5
1.1 建材板块走势位居市场前列	5
1.2 板块盈利持续向好	6
1.3 板块自由现金流延续回升态势.....	6
1.4 建材板块三大投资主线	9
2.下游需求并不悲观，施工与竣工需求共振	9
2.1 基建：拖累因素减弱有望带来增速回升.....	9
2.2 地产：房企融资监管虽收紧，但不改“开工+竣工”短期向好趋势	11
2.3 旧改：旧改按下加速键，期待相关建材需求释放.....	12
3.水泥：供需格局保持稳定，水泥价格整体乐观	13
3.1 供给控制催动本轮价格上涨，力度仍然继续保持.....	13
3.2 疫情及雨水影响需求释放节奏，20 年水泥均价小幅回落	15
3.3 下游需求具备支撑，21 年水泥价格有望继续回升.....	16
4.玻璃：供给端迎来深刻变革，看好 21 年价格中枢抬升.....	16
4.1 在产产能与玻璃价格相互作用，均呈区间波动走势	16
4.2 前期供给收缩叠加随后需求释放，带来下半年价格的超预期上涨	17
4.3 低价地区话语权减弱，21 年价格中枢继续上移	18
5.玻纤：行业供需改善，期待价格持续反弹	19
5.1 行业集中度高，寡头垄断趋势显现.....	19
5.2 新增产能有限，21 年供给压力可控.....	20
5.3 国内需求强劲，静待后疫情时代海外需求复苏	21
5.4 行业底部确认，玻纤价格步入上行通道.....	22
6.耐火材料：行业拐点已至，龙头企业有望受益	23
6.1 行业集中度偏低，具备较大提升空间	23
6.2 耐材企业及下游钢铁企业整合推进，行业集中度提升可期.....	23
6.3 头部耐材企业受钢铁行业景气度变化影响有限	24
6.4 原材料价格下行减轻耐材企业成本压力	25
6.5 在行业集中度提升趋势中，优秀民营企业有望脱颖而出	25
7.消费建材：B 端强者愈强，C 端估值回归	26
7.1 行业竞争格局普遍分散，龙头企业市场份额逐步增加.....	26
7.2 行业集中度提升逻辑继续演绎，“强者愈强”趋势确立	26
7.3 从东方雨虹说起：消费建材龙头探寻自己的“戴维斯双击”	28
7.4 悲观预期释放，关注 C 端建材估值回归	30
8.推荐标的	30
9.风险提示	31

图表目录

图表 1: 建材板块涨幅在申万一级各子板块中位列第 8 位	5
图表 2: 玻璃和消费建材板块领涨	5
图表 3: 消费建材和玻璃板块个股涨幅居前	6
图表 4: 板块 2020 年四季度及全年收入与利润预测	6
图表 5: 2016 年起水泥企业自由现金流改善	7
图表 6: 2016 年起水泥企业盈利改善	7
图表 7: 2016 年起玻璃和玻纤企业自由现金流改善	7
图表 8: 玻璃和玻纤行业盈利持续向好	7
图表 9: 2016 年供给侧改革后耐材企业现金流向好	8
图表 10: 钢铁行业盈利波动并未影响耐材企业利润	8
图表 11: B 端消费建材企业现金流表现偏弱	8
图表 12: B 端消费建材企业盈利持续向好	8
图表 13: C 端消费建材企业现金流表现优于 B 端	8
图表 14: C 端消费建材企业持续保持盈利	8
图表 15: C 端转 B 端后企业经营性现金流大幅回落	9
图表 16: C 端转 B 端对企业利润影响有限	9
图表 17: 2020 年基建投资增速不及预期	10
图表 18: 2020 年前九个月公共财政投资性支出同比下滑	10
图表 19: 2020 年下半年专项债投向棚改比例提升	10
图表 20: “三道红线”严控房企融资规模	11
图表 21: 房企土地购置面积增速下滑	11
图表 22: 房屋新开工面积增速降幅不断收窄	11
图表 23: 2019 年房屋竣工面积增速转正	12
图表 24: 2020 年房地产建筑工程投资增速不断回升	12
图表 25: 中央及各省市老旧小区改造政策频出	13
图表 26: 水泥价格自 2016 年开始震荡上行	14
图表 27: 从利益相关者角度看错峰生产政策也将会延续	15
图表 28: 重污染红色预警下水泥熟料全线停产	15
图表 29: 2019 年环保限产致使河南水泥价格暴涨	15
图表 30: 2020 年水泥价格走势弱于 2019 年	16
图表 31: 2020 年 4 月起单月水泥产量均为近年新高	16
图表 32: 玻璃在产产能整体较为稳定	17
图表 33: 玻璃价格呈现区间波动特点	17
图表 34: 房屋竣工前 3-6 个月为玻璃安装时间	17
图表 35: 4 月份开始玻璃厂家库存一路下滑	18
图表 36: 5 月份玻璃价格触底反弹	18
图表 37: 2020 年上半年产线集中冷修	18

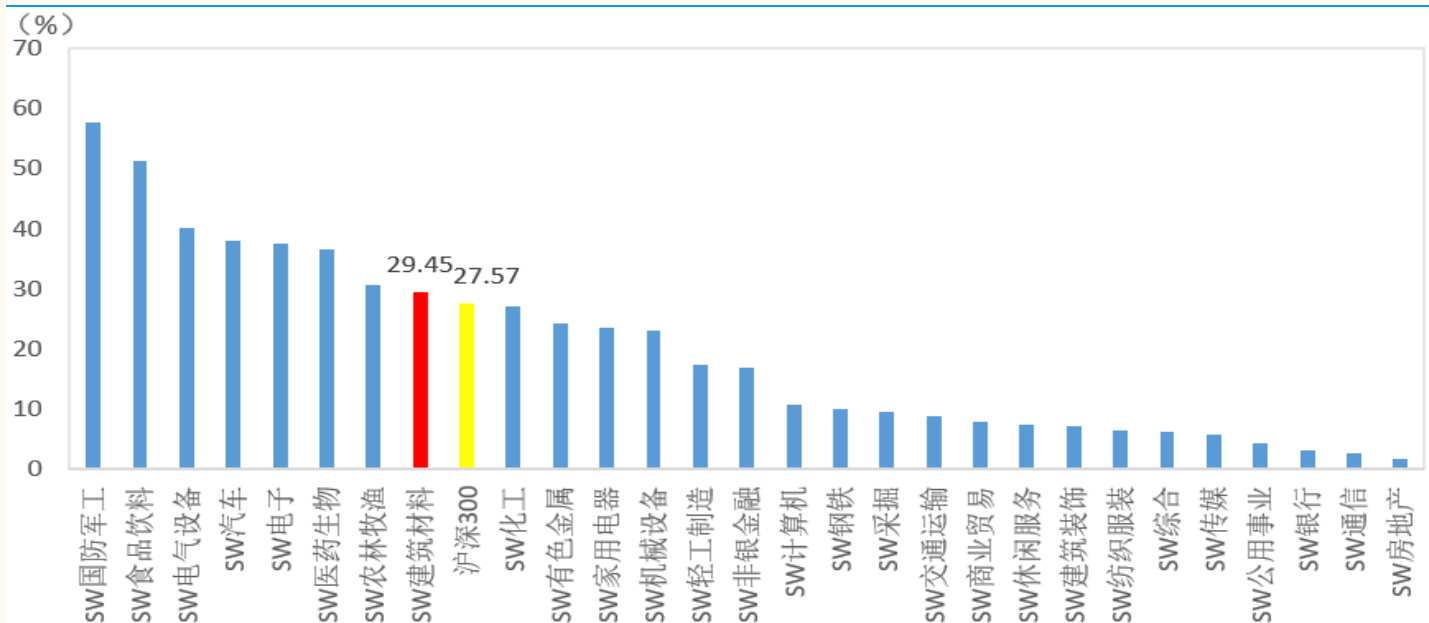
图表 38: 2020 年下半年产线集中复产.....	19
图表 39: 全球前五大玻纤企业产能占比 64%.....	20
图表 40: 中国前三大玻纤企业产能占比 63%.....	20
图表 41: 2018 年我国玻纤产量增速达到十年来最高.....	20
图表 42: 2021 年国内玻纤新增产能 35 万吨.....	21
图表 43: 玻纤下游需求以建筑和交通为主.....	21
图表 44: 我国玻纤出口量占总产量的 30%左右.....	21
图表 45: 疫情好转后汽车产量快速修复.....	22
图表 46: 2019 年我国风电新增装机容量快速增长.....	22
图表 47: 粗砂价格自 20 年 8 月开始反弹.....	23
图表 48: 风电纱价格在下半年明显上涨.....	23
图表 49: 钢铁产量快速增长时代过去.....	24
图表 50: 中国钢铁行业集中度偏低.....	24
图表 51: 耐材企业收入与钢材产量有一定相关性.....	25
图表 52: 耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱.....	25
图表 53: 镁砂价格大幅回落后出现反弹.....	25
图表 54: 氧化铝价格短期反弹不改下降趋势.....	25
图表 55: 防水材料行业上市公司市占率不断提升.....	26
图表 56: 塑料管道行业头部企业市场份额逐年增加.....	26
图表 57: 按销售金额计算龙头企业市占率提升.....	27
图表 58: 按销售面积计算龙头企业市占率提升.....	27
图表 59: 2020 年中国房地产开发企业 500 强首选建材品牌.....	27
图表 60: 2016 年以来我国精装房数量逐年攀升.....	28
图表 61: 2016 年以来我国精装房渗透率快速提升.....	28
图表 62: 东方雨虹收入增速高于行业增速.....	28
图表 63: 东方雨虹市占率持续提升.....	28
图表 64: 东方雨虹高质量发展成效显著.....	29
图表 65: 东方雨虹多品类扩张正在路上.....	29
图表 66: 东方雨虹估值水平持续提升.....	30
图表 67: 主要公司盈利预测（截至 2020 年 12 月 1 日）.....	30

1.行业回顾与展望：行业盈利回升，板块表现领先

1.1 建材板块走势位居市场前列

截至 2020 年 12 月 1 日，建材板块实现 29.45% 的正收益，领先沪深 300 指数 1.88 个百分点，在申万一级子板块中排名第 8 位。消费建材龙头市占率持续提升、房地产竣工周期下的玻璃供需格局优化以及水泥量价维稳，共同推动行业基本面强势运行。

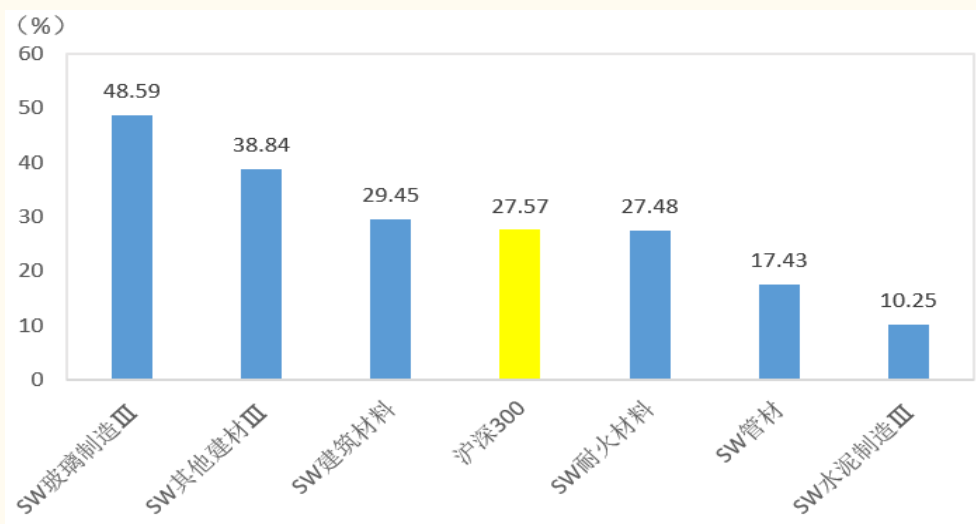
图表 1：建材板块涨幅在申万一级各子板块中位列第 8 位



来源：Wind，国金证券研究所

从细分子板块来看，玻璃行业在下半年受益于需求的持续回暖，价格超预期上涨，并且在光伏玻璃紧缺的影响下，估值不断提升，板块上涨 48.59%，排名首位；消费建材（其他建材）板块涨幅为 38.84%，排名第二，主要在全屋装修趋势和集采模式下，龙头企业市占率不断提升，同时叠加部分原材料价格下跌，盈利和估值均有所提升；耐火材料板块上涨 27.48%，同样是受益于头部企业市场份额的增加，上市公司业绩稳健增长；水泥行业供需格局整体保持稳定，虽然价格高位运行，但是由于缺乏成长性，板块涨幅最小为 10.25%。

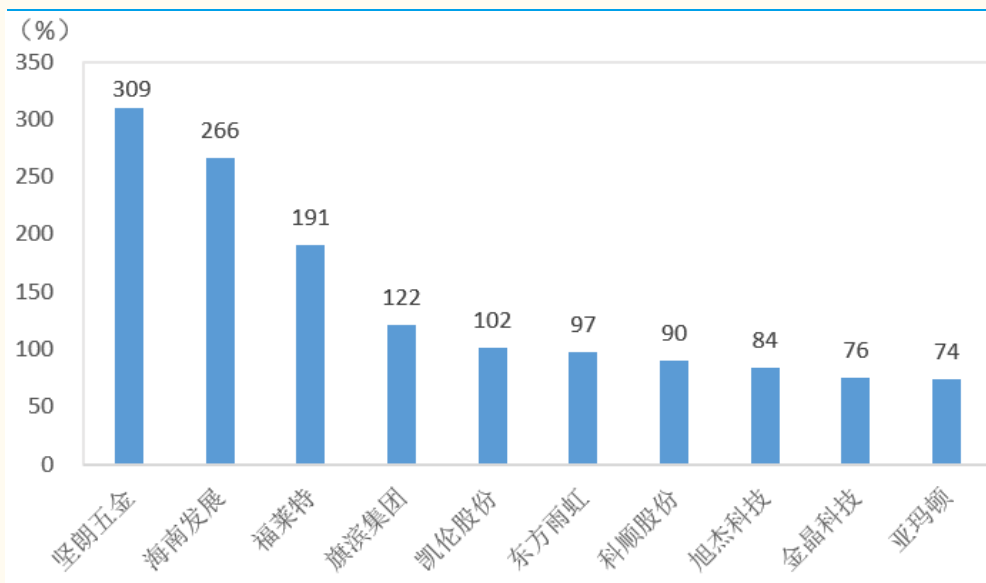
图表 2：玻璃和消费建材板块领涨



来源：Wind，国金证券研究所

从涨幅居前的个股来看，多属于消费建材和玻璃板块，其中：坚朗五金以 309% 的涨幅，居行业首位；光伏玻璃龙头福莱特、浮法玻璃龙头旗滨集团分别上涨 191% 和 122%；防水行业三家上市公司东方雨虹、科顺股份和凯伦股份均跻身前十，涨幅分别为 97%、90% 和 102%。

图表 3：消费建材和玻璃板块个股涨幅居前



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 板块盈利持续向好

2020 年 1-3 季度，建材板块总营收达到 4613 亿元，同比增长 7.4%；归母净利润为 570 亿元，同比增长 6.7%。分各子行业来看，消费建材受益于龙头企业市占率提升，营收和归母净利润分别同比上涨 14.8% 和 69.4%，成为推动板块业绩上涨的主力；玻璃制造行业营收虽未明显变化，但归母净利润同比上涨 36.4%；水泥行业营收虽增长 6.8%，但归母净利润基本与上年持平。

展望 2020 年 4 季度及全年，水泥行业受益前期积压需求的持续释放，盈利有望持续向好；玻璃行业维持供需紧平衡状态，业绩保持高增长；玻纤行业在三季度完成调价后，四季度迎来爆发并带动全年业绩修复；消费建材及耐火材料行业的盈利情况有望延续前三季度高增长态势。我们覆盖公司四季度及全年收入和利润增速如下表所示。

图表 4：板块 2020 年四季度及全年收入与利润预测

证券代码	000401.SZ	600720.SH	600801.SH	601636.SH	002271.SZ	600176.SH	000786.SZ	002372.SZ	002392.SZ
证券简称	冀东水泥	祁连山	华新水泥	旗滨集团	东方雨虹	中国巨石	北新建材	伟星新材	北京利尔
Q4 营收同比增速	24.5%	22.6%	33.3%	13.3%	15.0%	-11.3%	34.7%	20.6%	17.2%
Q4 毛利率	41.1%	40.3%	39.7%	36.2%	36.4%	52.7%	28.9%	49.0%	36.7%
Q4 EPS 增长率	319.2%	122.9%	47.7%	43.0%	31.9%	62.3%	44.5%	52.2%	157.9%
年度营收同比增速	2.7%	17.1%	2.9%	4.2%	15.8%	-1.7%	26.1%	9.0%	22.7%
年度 EPS 增长率	2.5%	51.0%	-3.2%	39.5%	48.3%	-6.3%	525.7%	7.5%	23.8%

来源：国金证券研究所

1.3 板块自由现金流延续回升态势

水泥属于典型的产能过剩行业，由于国家限制水泥企业新增产能，导致企业资本开支减少。由于成本相对固定，在水泥价格持续回升的背景下，水泥企业盈利持续回升，2016 年成为水泥行业利润和现金流的拐点。

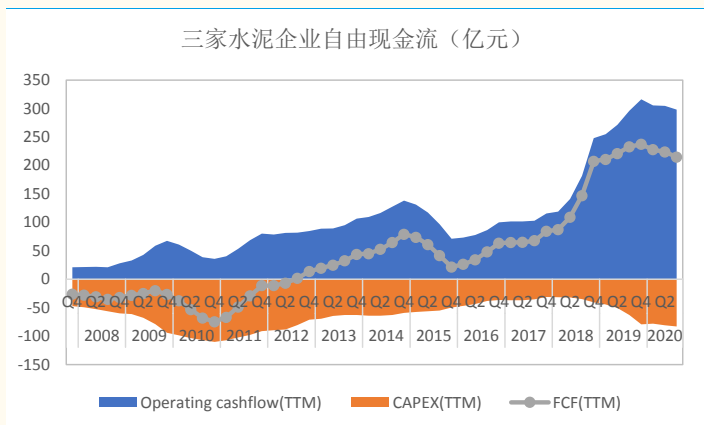
玻璃与水泥都属于产能过剩行业，政策变化导致玻璃价格回升。与水泥行业不同，玻璃下游应用领域广泛，为了寻找新的利润增长点，浮法玻璃企业开始向电子玻璃、医用玻璃、光伏玻璃转型，导致行业资本开支维持在高位。玻

纤也属于重资产行业，新产能集中投产和外需减弱对行业盈利产生影响。随着新产能集中投产结束和海外需求的恢复，玻纤企业盈利拐点在 2020 年 Q3 出现。

耐火材料下游主要是钢铁行业，2016 年钢铁行业供给侧改革后钢铁行业自身盈利好转后，带动了耐火材料企业利润和现金流好转。

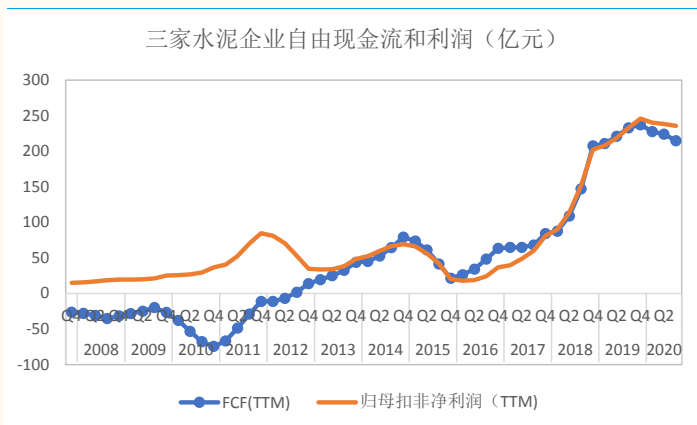
消费建材主要分为以 B 端和以 C 端为主的企业。C 端企业的下游以零售客户为主、现金回款好，B 端企业的下游以地产和基建客户为主、应收账款占比高。由于地产和基建客户全国化布局，B 端企业为了服务下游客户，全国化的布局导致资本开支加大。2016 年后，全屋精装政策在全国推进，C 端企业的市场份额被 B 端企业侵蚀。我们看到 2017 年以来，C 端企业利润有所波动、B 端企业利润持续增长，C 端企业资本开支稳定、B 端企业资本开支持续增加，C 端企业自由现金流稳定、B 端企业自由现金流持续减少。我们认为，C 端和 B 端企业在资本开支、经营性现金流、利润上的差异主要与业务模式不同有关。

图表 5：2016 年起水泥企业自由现金流改善



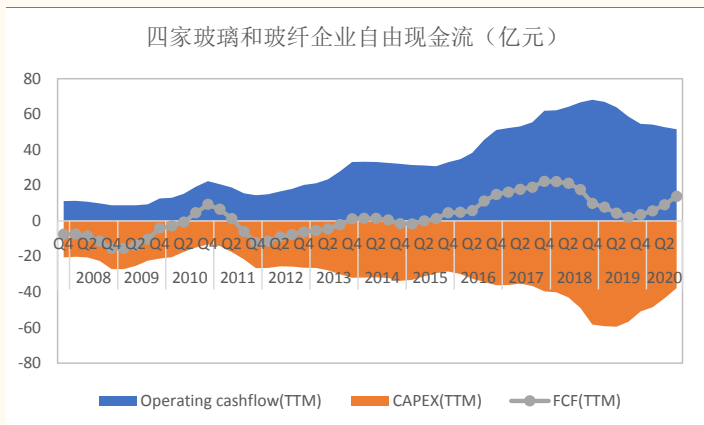
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2016 年起水泥企业盈利改善



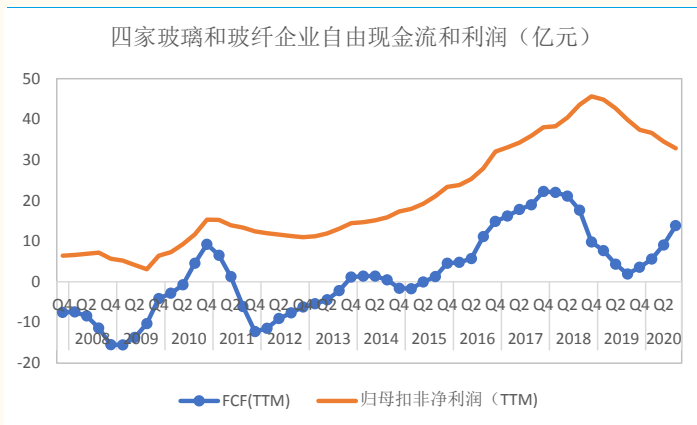
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2016 年起玻璃和玻纤企业自由现金流改善



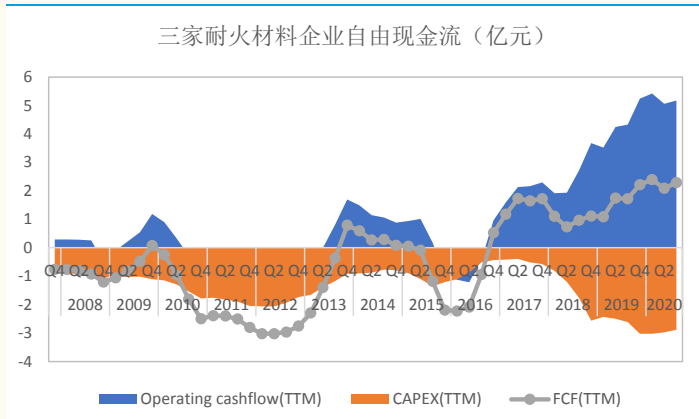
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：玻璃和玻纤行业盈利持续向好



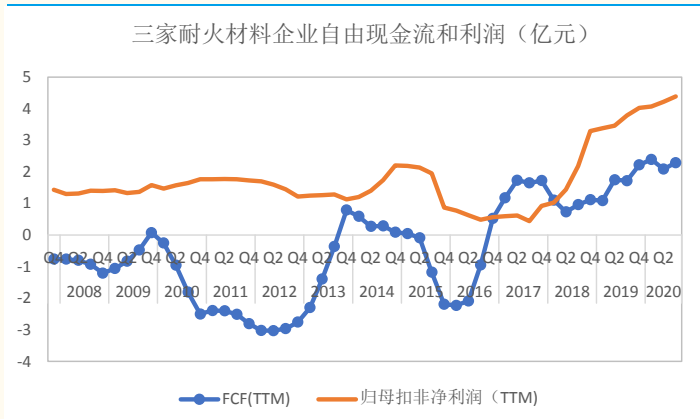
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：2016 年供给侧改革后耐材企业现金流向好



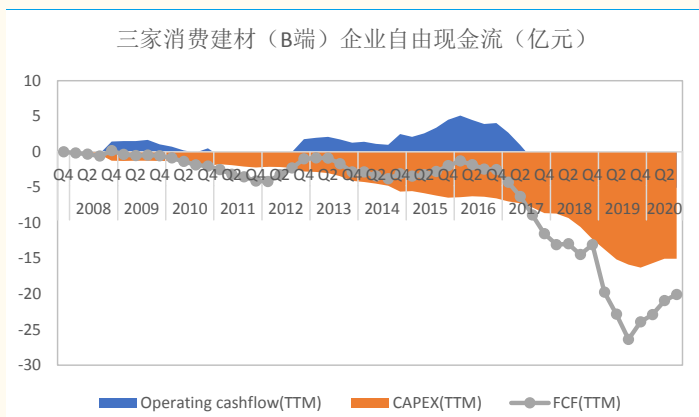
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：钢铁行业盈利波动并未影响耐材企业利润



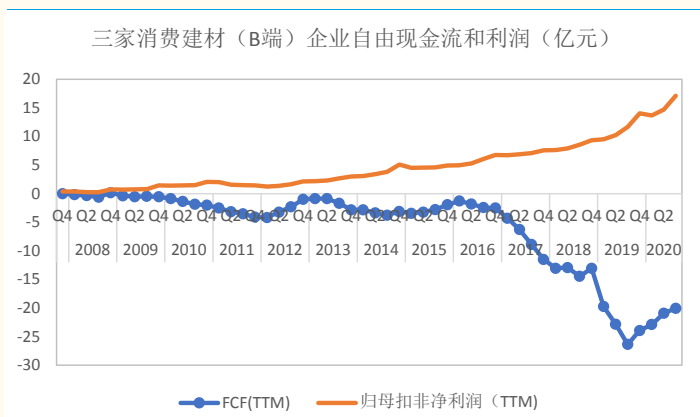
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：B 端消费建材企业现金流表现偏弱



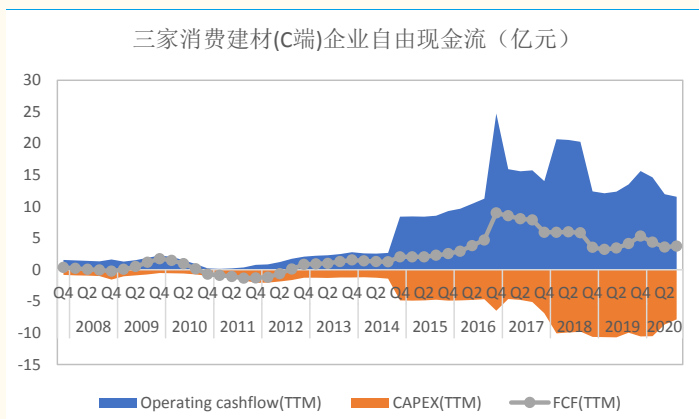
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：B 端消费建材企业盈利持续向好



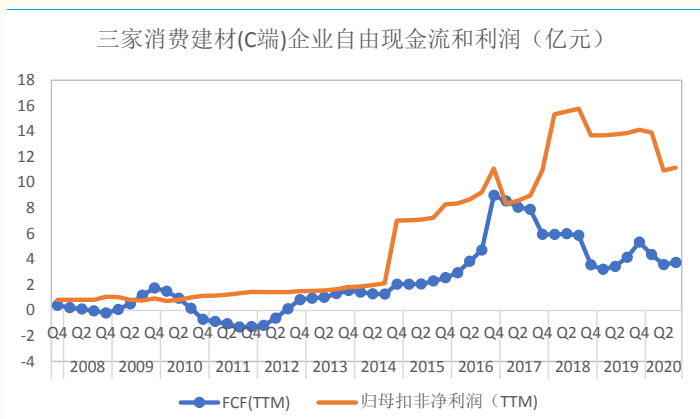
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：C 端消费建材企业现金流表现优于 B 端



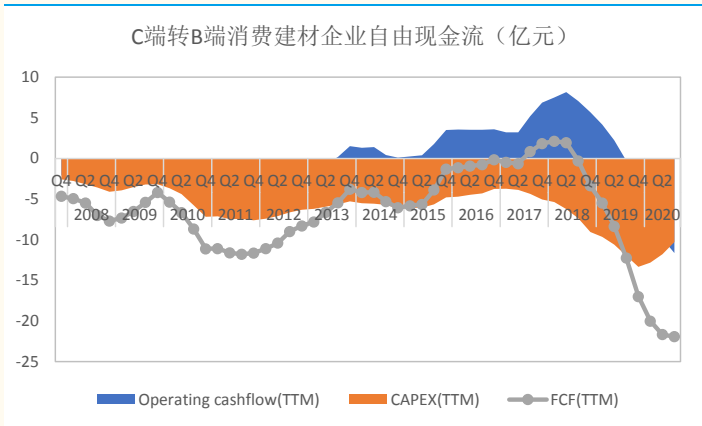
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：C 端消费建材企业持续保持盈利



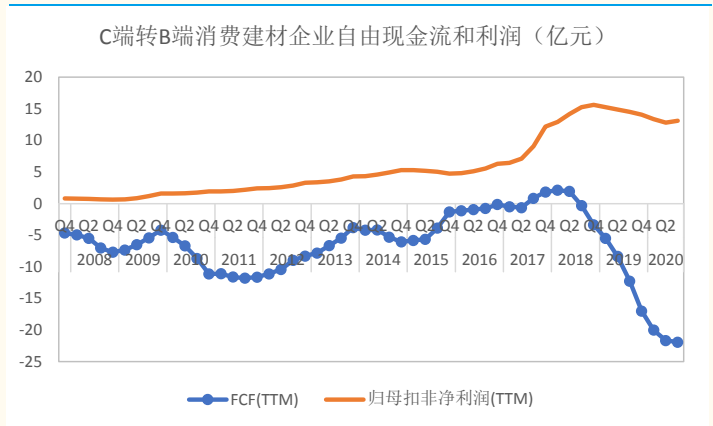
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15: C 端转 B 端后企业经营性现金流大幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: C 端转 B 端对企业利润影响有限



来源: Wind, 国金证券研究所

1.4 建材板块三大投资主线

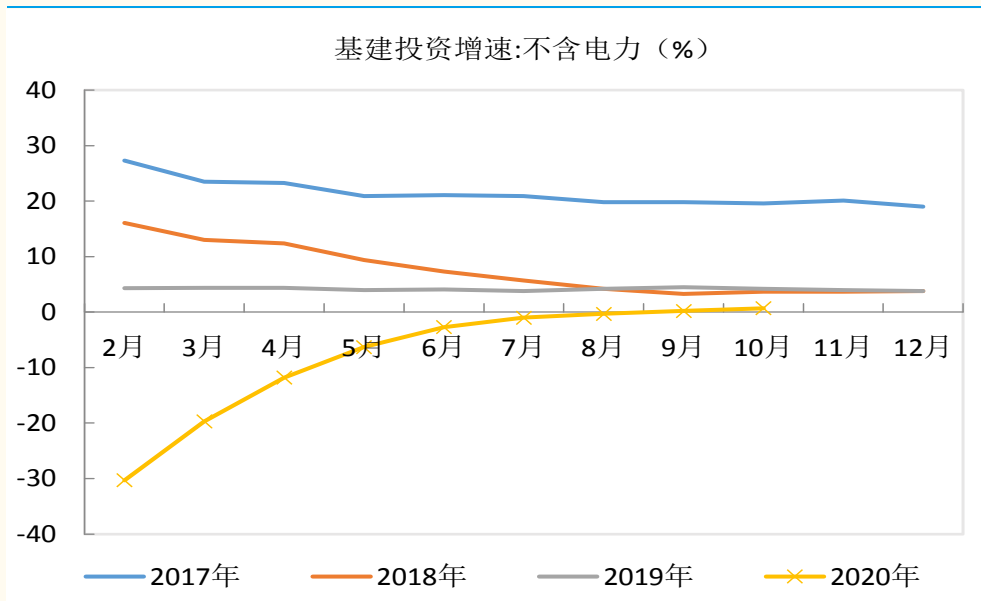
- 随着疫情影响的逐渐淡化, 我国经济稳步回暖, 全球经济也有望出现复苏。在此背景下, 顺周期板块或存较多投资机会, 包括: 在基建和房地产需求支撑下, 供需格局稳定的水泥板块; 行业供给结构变化, 并受益于地产竣工修复的玻璃板块; 与宏观经济密切相关, 且充分受益于海外需求复苏的玻纤和耐火材料板块。
- 行业集中度提升逻辑继续演绎, 消费建材以及耐火材料领域“强者愈强”的趋势逐步确立。建议关注: 防水材料、石膏板、涂料、塑料管道等 B 端消费建材龙头企业以及耐火材料龙头企业的投资机会。
- 随着精装房对 C 端零售市场冲击减弱, 以及老房、二手房翻新和老旧小区改造也将拉动部分室内装修需求, 当前 C 端建材或已逐渐走出最困难时期。建议关注: 悲观预期释放完毕后, 估值迎来回归的 C 端建材企业, 如: 塑料管道和石膏板等。

2. 下游需求并不悲观, 施工与竣工需求共振

2.1 基建: 拖累因素减弱有望带来增速回升

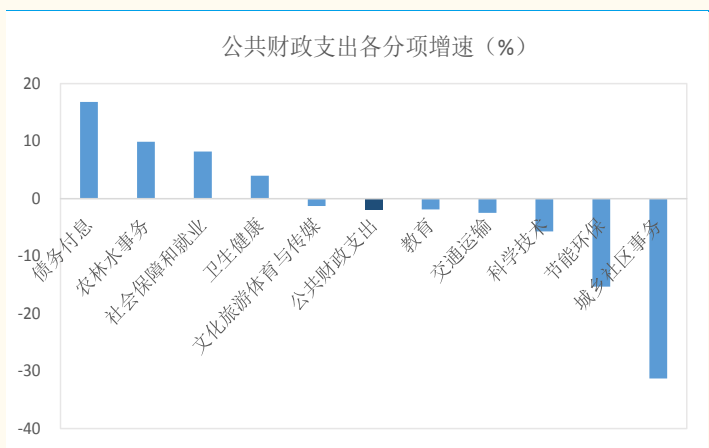
2020 年 1-10 月, 我国基础设施建设投资 (不含电力) 增速仅为 0.7%, 较上年同期降低 3.5 个百分点, 基建投资回升不及预期。年初疫情对国民经济造成较大冲击, 市场对基建发挥经济托底作用具有较高预期。2020 年两会政府工作报告明确, 积极的财政政策要更加积极有为, 全年赤字率按 3.6% 以上安排, 财政赤字规模比去年增加 1 万亿元, 同时发行 1 万亿元抗疫特别国债; 全年安排地方政府专项债券 3.75 万亿元, 比上年增加 1.6 万亿元, 提高专项债券可用作项目资本金的比例, 中央预算内投资安排 6000 亿元。与此同时, 我国多省份也陆续公布 2020 年重点建设项目投资计划, 投资总额巨大。

图表 17：2020 年基建投资增速不及预期

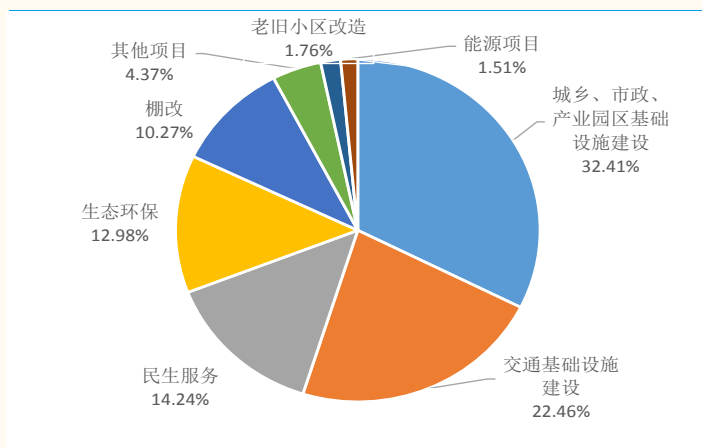


基建投资低速增长的原因，可归结于三个方面：在一般公共预算收入减少的情况下，财政预算更多投向社会保障和就业、卫生健康等消费性支出，而节能环保、交通运输以及城乡社区事务等投资性支出同比减少；优质投资项目储备不足，导致专项债资金下发后，并未直接应用于项目建设中；5月棚改专项债恢复发行之，投入棚改的资金大幅增长，7-10月棚改专项债占比分别达到22%、22%、36%和29%，对投向基建领域的资金造成一定的分流。

图表 18：2020 年前九个月公共财政投资性支出同比下滑



图表 19：2020 年下半年专项债投向棚改比例提升



随着疫情影响逐渐消散、国民经济平稳复苏，未来投向社会保障、卫生健康等领域的公共财政支出需求将减弱，而投向基建等投资性支出有望增加。“棚改攻坚十三五”明确提出，到 2020 年，基本完成现有的城镇棚户区、城中村和危房改造，2021 年棚改领域将无专项债资金投入。此外，2020 年 11 月，财政部出台《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，对前期暴露的扎堆申报、期限错配等问题进行调整，以提升专项债的利用效率。此外，作为国家“内循环”战略的重要抓手，优质基建项目后续也将逐步落地，充分吸纳前期留滞资金以及后期新增资金，专项债对基建项目的推动作用将增强。总而言之，在资金和项目双加持下，2021 年基建投资增速有望显著提升。

随着基建投资增速的回暖，在建项目的赶工延续叠加新建项目的逐步开工，有望带动相关建材需求的增长。基建领域建材消费主要为水泥、防水材料以及市政管道等。

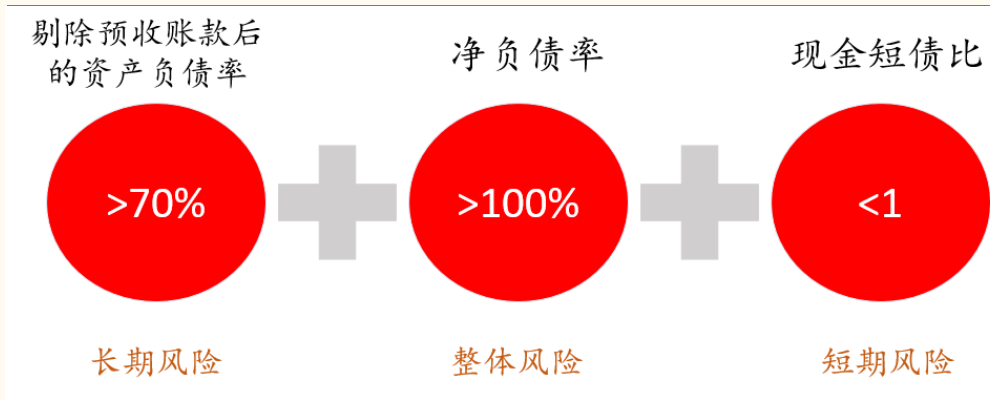
2.2 地产：房企融资监管虽收紧，但不改“开工+竣工”短期向好趋势

■ 强化房企融资监管

2020 年 11 月发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中重申：“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。”虽然国民经济具有下行压力，但中央政府仍然保持房地产调控定力，不将房地产作为短期刺激经济的手段，同时在“内循环”战略背景下，控制房地产对其他产业的挤出效应，确保实现“六保”和“六稳”。“房住不炒”的政策基调不变，房地产市场将继续平稳运行。

房地产领域融资监管进一步加强，调控政策整体边际收紧。2020 年 7 月 24 日，房地产工作座谈会提出，要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。8 月 20 日，住建部、央行召开重点房企座谈会，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”：剔除预收款的资产负债率不大于 70%；净负债率不得大于 100%；现金短债比低于 1。“三道红线”下，未来房企将降低前端融资需求，同时要优先保证房屋建设资金，进而减少拿地数量、缩减买地开支，开发规模会得到进一步控制。

图表 20：“三道红线”严控房企融资规模

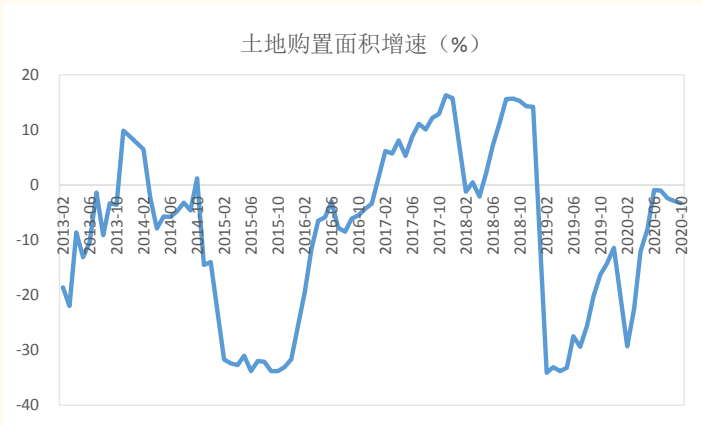


来源：国金证券研究所

■ 新开工和竣工短期不必悲观，相关建材需求确定性强

中长期来看，新开工面积随着房企土地购置减少和“高周转”战略退场，增速将出现下滑。不过，从短期来看，为了快速回笼资金，达到改善短期偿债和整体偿债水平的目的，房企仍有盘活存量土地并加快开盘和销售回款的动力，因此对新开工面积增速不必过于悲观。2020 年 1-10 月，房企本年土地购置面积增速为-3.3%，降幅较 1-9 月扩大 0.4 个百分点；房屋新开工面积累计增速为-2.6%，降幅较 1-9 月收窄 0.8 个百分点。

图表 21：房企土地购置面积增速下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：房屋新开工面积增速降幅不断收窄

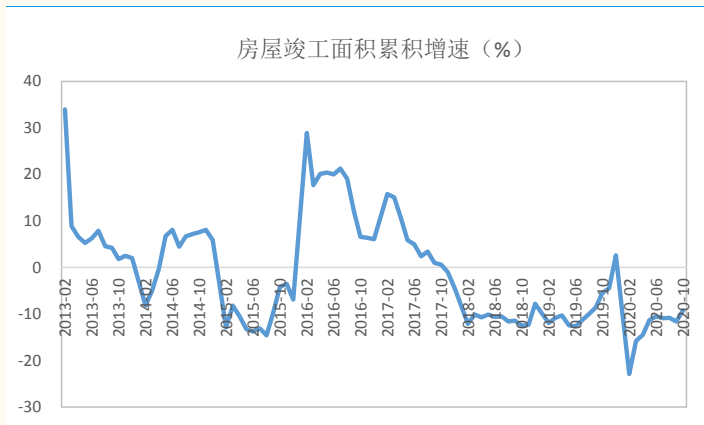


来源：Wind，国金证券研究所

建筑工程投资变化，预示房地产竣工传导仍然在推进当中。由于房企这些年的“高周转”战略，积极开工推盘而放慢施工节奏，导致新开工和竣工存在较大的剪刀差。在期房交付的刚性约束下，2019 年房企开始加快施工，当年 8 月份之后，房企建安成本增加明显，房屋竣工面积增速开始转正，表明地产产业链已加速向竣工传递。进入 2020 年，新冠疫情的爆发暂时中止了竣工传导的进程，但自二季度开始房企建安投资增速不断回升。

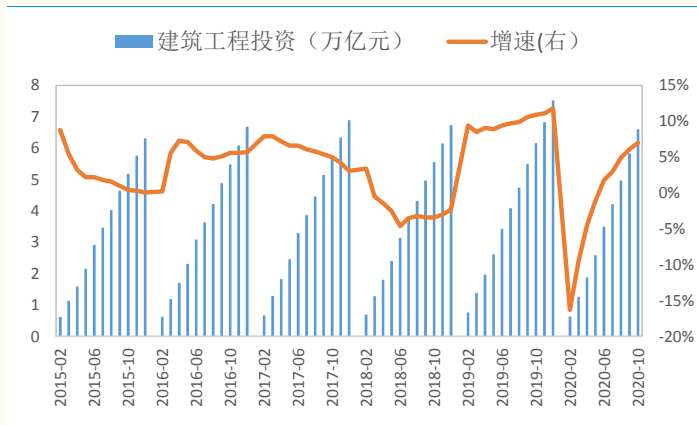
从应对“三道红线”的角度分析，房地产竣工逻辑也具备继续演绎基础。一方面，在期房交付压力以及减少购地资金投入的，房企有意愿以及有能力保证在建项目的资金需求。另一方面，竣工结转可以同时削减存货和预收账款，增厚所有者权益，房企有继续推动竣工的动力。

图表 23：2019 年房屋竣工面积增速转正



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：2020 年房地产建筑工程投资增速不断回升



来源：Wind，国金证券研究所

房地产领域建材需求可分三个阶段：开工端、主体结构建设和竣工端。开工端主要使用水泥和防水材料，主体结构建设需求集中在水泥，而竣工端则涵盖玻璃和绝大部分消费建材，如防水材料、瓷砖、涂料、塑料管道、建筑五金等。房地产市场整体平稳运行，将对整个产业链的建材消费形成支撑，而且在房地产竣工传导过程中，或将加速水泥以及竣工端建材需求的释放。

2.3 旧改：旧改按下加速键，期待相关建材需求释放

老旧小区是指“2000 年以前，公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区”。根据住建部统计，全国老旧小区近 17 万个，建筑面积约为 40 亿平方米。

全国老旧小区改造工作逐步进入加速期，“十四五”期间力争完成改造任务。2015 年 12 月中央城市工作会议首次提出“加快老旧小区改造”。2019 年 6 月，国务院常务会议部署推进老旧小区改造，标志着改造工作已上升到国家高度。2020 年 7 月，国务院办公厅出台《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，明确工作目标：2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

老旧小区改造过程中，主要依靠政府财政资金的基础类项目改造确定性较强，包含了水电、燃气管道等市政基础设施完善，以及屋面防水、外墙粉刷等房屋修缮内容。我们在《旧改专题：旧改按下加速键，期待相关建材需求释放》中测算，在不考虑居民室内装修需求的情况下，老旧小区改造将带动防水材料需求 236 亿元、涂料需求 518 亿元，管材需求 273 亿元。

图表 25：中央及各省市老旧小区改造政策频出

时间	政府部门	政策来源	内容
2015.12		中央城市工作会议	习近平总书记提出，要深化城镇住房制度改革，继续完善住房保障体系，加快城镇棚户区和危房改造，加快老旧小区改造，有序推进老旧住宅小区综合整治。
2016.2	中共中央、国务院	《中国中央、国务院关于进一步 加强城市规划建设管理工作的若干 意见》	有序推进老旧住宅小区综合整治。
2017.12	住建部	老旧小区改造试点工作座谈会	提出在15个城市开展老旧小区改造试点，目的是探索城市老旧小区改造的新模式，为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验。
2018.3	国务院	《2018年国务院政府工作报告》	有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯。
2019.4	住建部、发改委、财政部	《关于做好2019年老旧小区改造 工作的通知》	摸排全国城镇老旧小区基本情况；指导地方因地制宜提出当地城镇老旧小区改造的内容和标准；提出将给予中央补助资金支持。
2019.6	国务院	国务院常务会议	部署推进城镇老旧小区改造，顺应群众期盼改善居住条件。
2019.9	财政部、住建部	《中央财政城镇保障性安居工程 专项资金管理办法》	老旧小区改造资金，按照各地区年度老旧小区改造面积、改造户数、改造楼栋数等因素以及相应权重，结合财政困难程度进行分配。
2020.4	财政部	国务院联防联控机制新闻发布会	财政部副部长许宏才表示2020年专项债投向新增城镇老旧小区改造领域。
2020.4	国务院	国务院常务会议	确定加大城镇老旧小区改造力度，推动惠民生扩内需。
2020.4	中央政治局	中央政治局会议	要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造。
2020.4	住建部	国务院政策例行吹风会	2020年，各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比2019年增加一倍。
2020.5	国务院	两会政府工作报告	新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。
2020.6	财政部	《关于修订2020年政府收支分类 科目的通知》	1万亿元抗疫特别国债纳入政府性基金科目管理，城镇老旧小区改造位列基础设施建设相关支出。
2020.7	国务院	《关于全面推进城镇老旧小区改 造工作的指导意见》	2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

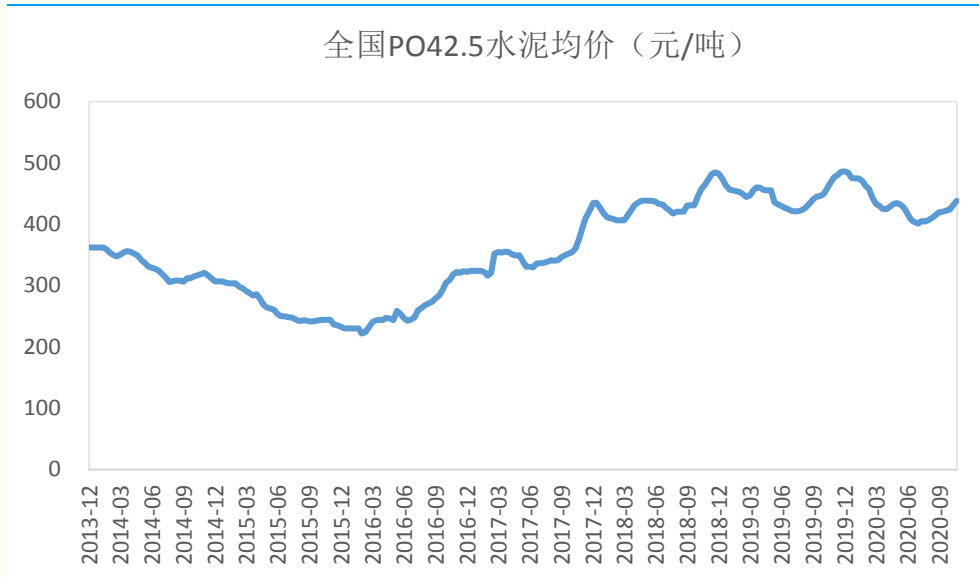
来源：各部委网站，国金证券研究所

3.水泥：供需格局保持稳定，水泥价格整体乐观

3.1 供给控制催动本轮价格上涨，力度仍然继续保持

在 2016 年以来的水泥行业上行周期中，下游需求并未发生实质性改变，主要得益于供给侧改革限制产能新增和错峰生产压缩存量供给，供需基本面持续改善，推动水泥价格从底部逐渐攀升。

图表 26：水泥价格自 2016 年开始震荡上行



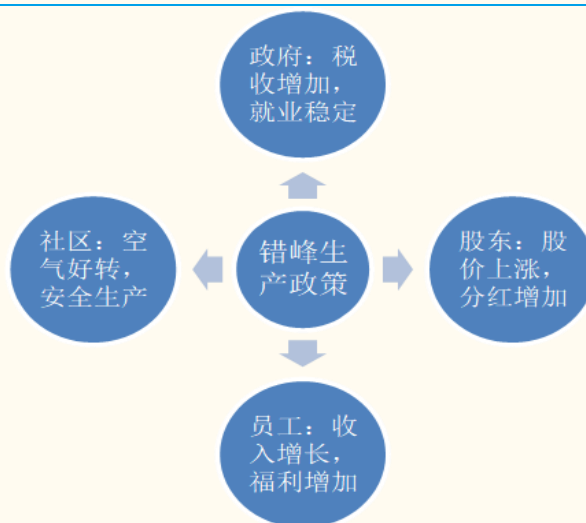
来源：Wind，国金证券研究所

2014 年提出的错峰生产政策是供给压缩的主要原因，核心就是要求水泥企业在行业淡季时适当停止生产，缓解供给过剩压力。2016 年，国务院发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》正式将错峰生产作为一项产业政策推出；同年 10 月，工信部、原环保部联合发布《2016-2020 年期间水泥错峰生产工作通知》，决定在北方地区全面试行错峰生产的基础上，进一步做好 2016-2020 年期间水泥错峰生产工作。目前错峰生产已趋常态化，我国绝大部分省市都已执行采暖季水泥行业错峰生产政策，更有部分省份出台了非采暖季的错峰计划。

虽然此前错峰生产工作仅安排至 2020 年，但行业产能利用率距离合理区间仍有一定差距，在中国的水泥需求已经进入平台期的情况下，水泥行业产能过剩的问题仍没有解决，错峰生产政策大概率将会继续执行。《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中是将错峰生产作为一项化解水泥行业产能过剩的措施推出的，然而并未明确截止时点，蕴含着“若产能利用率未回到合理区间，错峰生产将继续执行”的可能性。根据《水泥行业去产能行动计划（2018—2020）》中的指引，熟料合理产能利用率为 80%，水泥合理产能利用率为 70%，然而 2019 年我国熟料和水泥产能利用率分别仅为 76%和 66%。2020 年 8 月，工信部原材料司领导吕桂新到中国水泥协会进行调研工作，表态原材料司将推动工信部和生态环境部出台水泥错峰生产常态化的指导意见，保障错峰生产政策的连续性。

错峰生产给行业带来的积极变化有目共睹，使得企业执行意愿更强，政策落实效果具有保障，供给端依旧可控。2020 年 9 月，在中国水泥行业 50 强高层论坛上，部分龙头企业管理者纷纷表态，要坚持错峰生产常态化。2019-2020 年，内蒙古及东北地区的采暖季错峰生产认知空前统一，执行力度也是近年最佳。面对新冠疫情的影响，部分地区企业主动延长错峰生产时长，并在行业内达成在产产能库满后将主动停产的共识。以上均彰显了企业对错峰生产政策的支持和拥护。

图表 27：从利益相关者角度看错峰生产政策也将会延续

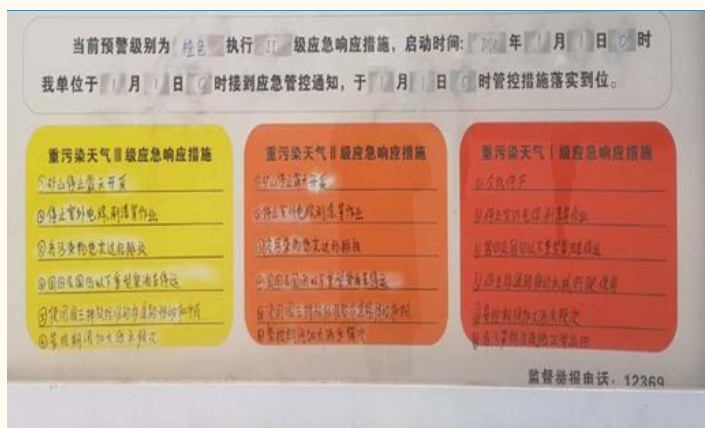


来源：国金证券研究所

作为错峰生产的“变种”，应急减排下的环保限产，进一步收缩边际供给。目前在部分省市施行对工业企业的应急减排政策，即在重污染天气情况下，地方政府会要求水泥产线临时关停，这导致了供给的减少。2019 年四季度，河南地区受环保限产影响，区域供不应求、价格失序暴涨。

环境保护是我国基本国策，并且 2020 年是打赢蓝天保卫战的收官之年，京津冀及周边地区环保政策将依然严格，因此环保限产对水泥供给的影响将会延续。2020 年 10 月 28 日，生态环境部新闻发言人刘友宾表示，近期生态环境部将会同有关部门和省(市)人民政府联合印发方案，推进实施重点区域 2020-2021 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动，并将聚焦群众反映强烈的重污染天气，继续保持方向不变、力度不减。

图表 28：重污染红色预警下水泥熟料全线停产



来源：某水泥企业现场拍摄，国金证券研究所

图表 29：2019 年环保限产致使河南水泥价格暴涨



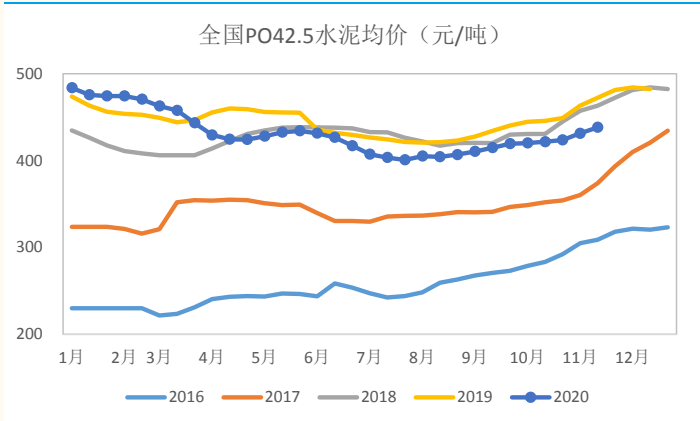
来源：Wind，国金证券研究所

3.2 疫情及雨水影响需求释放节奏，20 年水泥均价小幅回落

一季度受新冠疫情防控工作影响，下游需求暂缓，水泥表现为产量下滑、价格回调，4 月初全国 PO42.5 水泥均价为 430 元/吨，同比降低 25 元/吨。此后，随着复工复产启动，前期压制的需求加速释放，5 月水泥产量达到 2.49 亿吨，同比增长 8.60%，创历史单月产量记录。在需求回暖的带动下，水泥价格也开始向上反弹。但在 6 月份之后，水泥价格却开始回落，究其原因是在雨水和高温天气影响下，占全国水泥产量和价格权重最高的华东地区价格下滑幅度较大。进入 9 月份，随着南方地区旺季开启，需求大规模释放，10 月水泥单月产量再次达到 2.41 亿吨，同比上涨 9.6%。在需求带动下水泥价格也重回上涨通道，全国水泥均价由 9 月初的 407 元/吨，升至 11 月底的 438 元/吨。

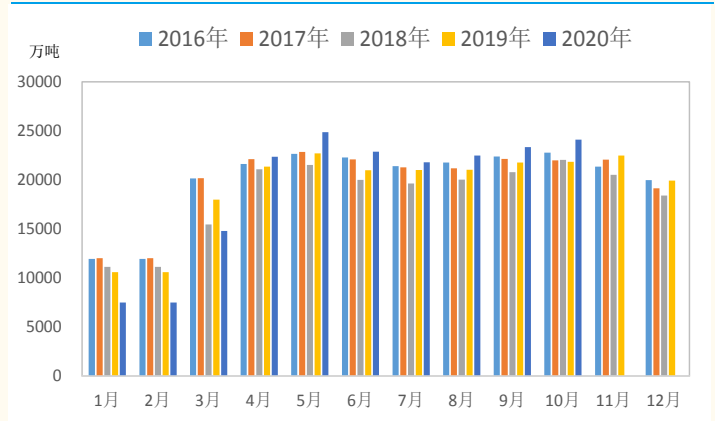
历年一季度和三季度全国水泥均价都会出现季节性回调，但是由于疫情以及南方极端雨水天气的影响，使得 2020 年回调幅度超过往年，进而导致在需求恢复后，因为前期低基数的原因，价格难以攀升至上年同期水平。在需求整体平稳情况下，水泥均价较上年同期有所下滑。2020 年 1-10 月，水泥产量 19.2 亿吨，同比增长 0.4%；PO42.5 水泥均价为 432 元/吨，同比减少 2.5%。

图表 30：2020 年水泥价格走势弱于 2019 年



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：2020 年 4 月起单月水泥产量均为近年新高



来源：Wind，国金证券研究所

3.3 下游需求具备支撑，21 年水泥价格有望继续回升

从 2016 年之后的经验来看，受下游赶工需求的影响，水泥价格通常在 11 月和 12 月快速上涨，在年末达到高点，2020 年应也不会例外，因此 11 月之后价格持续上涨确定性较强。

我们对后续基建需求和房地产竣工传导较为乐观，在 2020 年年末价格高位的基础上，2021 年水泥价格走势有望回到 2019 年水平，而且不排除超预期的可能。

行业内公司资本运作频繁，对自身盈利有较高诉求。2020 年 7 月，天山股份发布公告，拟收购母公司中国建材旗下水泥板块资产，以解决同业竞争问题；2020 年 10 月，华新水泥实施 2020-2022 年员工持股计划，对公司各项盈利指标有考核要求；2020 年 11 月，冀东水泥发行可转债，转股价格为 15.78 元/股。龙头公司一系列资本运作成功实施的条件均需要水泥价格维持高位。

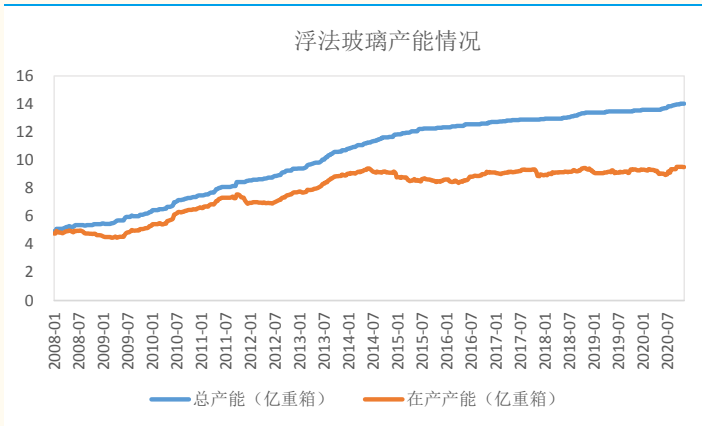
4. 玻璃：供给端迎来深刻变革，看好 21 年价格中枢抬升

4.1 在产产能与玻璃价格相互作用，均呈区间波动走势

平板玻璃与水泥行业被列入产能过剩行业，总体产能利用率较低，然而实际“有效产能利用率”并不低，供给相对可控。2011 年-2015 年，玻璃产能利用率从 90%降至 70%，此后受益于供给侧改革，新增玻璃产能减少、部分落后产能停产退出，产能利用率多年维持在 65%-75%。2015 年以来，部分统计在册的产能实际已不具备复产条件，因为无论行业景气如何，玻璃在产产能始终在 9 亿重箱上下浮动。根据隆众咨询数据，在剔除僵尸产线后，当前玻璃产能利用率接近 84%。

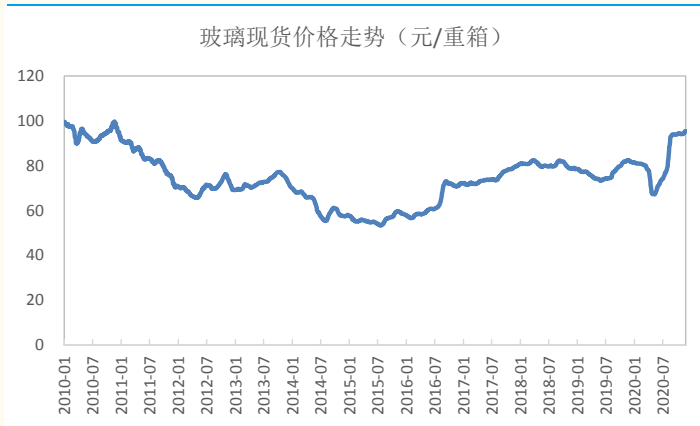
玻璃生产方式导致其具有供给刚性的特点，冷修和复产成为玻璃在产产能的“调节器”，因此近年来玻璃价格随在产产能变化呈现区间波动，而未如水泥价格一样出现单边上涨行情。玻璃熔窑寿命一般为 8-10 年，到期需进行冷修且复产成本较高，难以做到类似水泥熟料产线的随时关停，因此玻璃窑一经开窑，必须长期保持生产状态。玻璃企业通常在考虑窑龄运行状态的同时，会根据玻璃市场行情，合理安排冷修和复产，以实现利益最大化。通俗来说就是：市场景气上行-产线复产节奏加快-供给增加-玻璃价格下调；市场景气下行-产线冷修节奏加快-供给减少-玻璃价格回升。

图表 32：玻璃在产产能整体较为稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：玻璃价格呈现区间波动特点

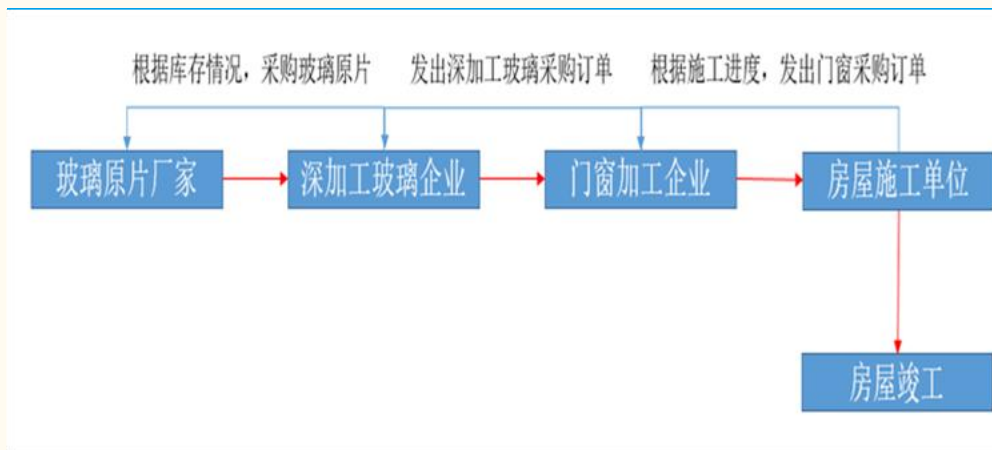


来源：Wind，国金证券研究所

4.2 前期供给收缩叠加随后需求释放，带来下半年价格的超预期上涨

房地产是玻璃下游最主要的应用领域，占比达到 75%，通常玻璃安装工序已十分接近房地产竣工验收。由于从玻璃原片生产到加工为建筑玻璃，再到玻璃安装，最后房屋竣工，需要耗费一定时间，从而玻璃需求的启动与房屋竣工存在时间差，因此房屋竣工面积指标对玻璃需求量的反映也存在滞后性。我们认为，虽然房屋竣工面积数据不能对后期玻璃需求进行直接预测，但是可以通过研究房地产竣工趋势来预判玻璃需求变化。

图表 34：房屋竣工前 3-6 个月为玻璃安装时间

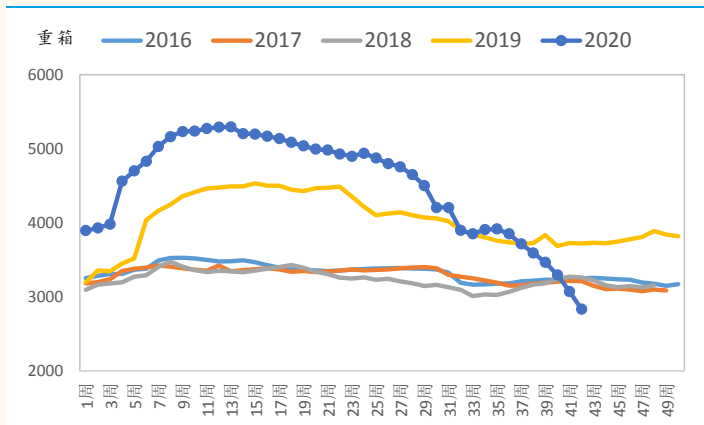


来源：国金证券研究所

2020 年一季度，突如其来的新冠疫情导致下游需求迟迟无法启动，而玻璃供给又相对刚性，此外在交通运输受限的情况下，原片企业库存在 4 月中旬达到近年高点—5295 万重箱。此后，随着复工复产的推进，下游需求开始恢复、物流运输趋于正常。玻璃企业通过降价去库存的方式进行促销，玻璃价格持续下跌的同时，库存也明显下滑。2020 年 4 月底，玻璃价格跌至 67 元/重箱，较年初下跌 17.52%，整个 5 月份价格一直低于 70 元/重箱，原片企业库存也在 5 月底降至 5040 万重箱。

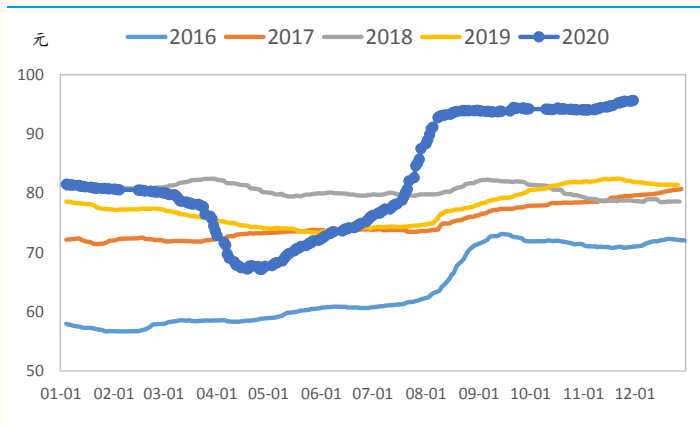
疫情期间，部分窑龄到期产线选择集中冷修以及沙河在环保压力下多条产线关停，供给有所收缩，而由于国内疫情的缓解，需求在持续向好。随着供需基本面不断好转，玻璃企业开始进入“涨价去库存”阶段。2020 年 7 月，华北、华东、华中等地区的玻璃企业在山东召开区域协调会，稳定和提高市场报价。此后玻璃价格加速上涨，9 月初达到 94 元/重箱，此后保持高位运行，不但修复此前的价格下跌，并创近十年新高。

图表 35：4 月份开始玻璃厂家库存一路下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：5 月份玻璃价格触底反弹



来源：Wind，国金证券研究所

4.3 低价地区话语权减弱，21 年价格中枢继续上移

在供给层面，我们认为玻璃行业内部格局已发生深刻变化-上半年沙河燃煤产线的关停导致低价产能减少，“价格洼地”的填平使得原片企业对下游的话语权提升，进而抬高全国玻璃市场定价。在上半年多条产线停产之后，行业供给有效收缩，而后随着需求的回暖，成功复制 2019 年 6 月份行业集中冷修后玻璃行情触底回升的局面。但此次价格涨幅之大、调价之频繁，均超上年，以至下游深加工企业不得不呼吁上游玻璃原片企业停止“无序涨价”。此后，玻璃库存与去年相当的情况下，价格仍维持在 94 元/重箱左右，高出上年同期约 15 元/重箱。

图表 37：2020 年上半年产线集中冷修

时间	企业	产线	产能	状态
1 月 2 日	洛玻集团	龙玻超薄线	250T/D	放水冷修
1 月 20 日	河北迎新	迎新四线	600T/D	放水冷修
1 月 21 日	江门信义	信义三线	900T/D	放水冷修
1 月 29 日	天津信义	——	1000T/D	放水冷修
2 月 9 日	武汉明达	——	700T/D	停产
3 月 5 日	江西宏宇	宏宇一线	700T/D	放水冷修
4 月 2 日	成都台玻	台玻一线	700T/D	放水冷修
4 月 11 日	本溪玉晶	玉晶三线	900T/D	放水冷修
4 月 20 日	河北金仓	金仓一线	600T/D	停产
4 月 27 日	河北鑫磊	鑫磊一线	600T/D	停产
5 月 2 日	中国耀华	弘耀二线	600T/D	停产搬迁
5 月 4 日	河北长城	长城八线	1200T/D	停产
5 月 20 日	唐山蓝欣	蓝欣二线	500T/D	放水改造
5 月 26 日	沙河海生	海生一线	600T/D	放水停产
5 月 27 日	沙河海生	海生二线	600T/D	放水停产
6 月 20 日	漳州旗滨	旗滨七线	500T/D	放水冷修
7 月 18 日	漳州旗滨	旗滨三线	600T/D	放水冷修
7 月 29 日	唐山蓝欣	蓝欣一线	400T/D	放水冷修
8 月 2 日	湖北三峡	三峡五线	1000T/D	放水冷修
9 月 22 日	河南安彩	安彩一线	500T/D	停产
10 月 22 日	青海耀华	耀华一线	600T/D	停炉保窑
合计			14050T/D	

来源：隆众资讯，国金证券研究所

随着行情回暖，新点火以及复产产线自6月份开始明显增加，截至11月底，在产玻璃产能达到9.5亿重箱，相比上年同期增加2.5%。不过在严控新增产能和产能减量置换的背景下，在产产能将随着产线的冷修和复产在一定区间内稳定波动，难以产生较大供给压力。此外，由于光伏玻璃需求火爆，部分在建建筑玻璃产线存在转产光伏玻璃的可能，也将一定程度上减少供给。自二季度开始房企建安投资增速不断回升，玻璃库存整体亦呈下滑趋势，宏观和微观层面均预示房地产竣工逻辑仍在继续演绎，2018年以来持续高位的新开工将继续支撑玻璃需求。我们认为，在供需格局改善以及在2020年上半年价格低基数下，2021年玻璃价格中枢将进一步抬升，企业盈利维持在高位。

图表 38：2020 年下半年产线集中复产

时间	企业	产线	产能	状态
1月6日	重庆渝琥	渝琥二线	700T/D	复产点火
1月6日	重庆渝荣	——	300T/D	复产点火
4月2日	山西利虎	交城二线	500T/D	复产点火
5月12日	漳州旗滨	旗滨五线	600T/D	复产点火
5月18日	北海信义	信义二线	1100T/D	新建点火
5月25日	青海耀华	耀华一线	600T/D	点火
5月29日	中建材（濮阳）	浮法一线	400T/D	新建点火
6月12日	桂阳家兴	浮法一线	600T/D	点火
6月16日	湖南巨强	巨强一线	400T/D	复产点火
6月16日	三水西城	——	350T/D	复产点火
6月18日	天津信义	信义一线	1000T/D	复产点火
6月28日	神木瑞诚	瑞诚二线	800T/D	复产点火
7月4日	成都台玻	台玻一线	700T/D	复产点火
7月8日	河北迎新	迎新搬迁线	1300T/D	点火
7月10日	北海信义	信义三线	500T/D	新建点火
7月15日	江西宏宇	宏宇一线	700T/D	复产点火
7月15日	张家港信义	信义一线	900T/D	新建点火
7月18日	江门信义	信义三线	900T/D	复产点火
8月5日	嘉兴福莱特	福莱特二线	600T/D	复产点火
8月8日	福建新福兴	新福兴二线	1000T/D	复产点火
8月17日	安徽冠盛	蓝玻二线	600T/D	复产点火
8月18日	河南中联	搬迁线	600T/D	新建点火
8月31日	张家港信义	信义二线	580T/D	新建点火
8月31日	北海信义	信义四线	500T/D	新建点火
9月17日	新疆新晶华	哈密一线	600T/D	新建点火
10月9日	清远南玻	南玻二线	700T/D	新建点火
合计			17530T/D	

来源：隆众资讯，国金证券研究所

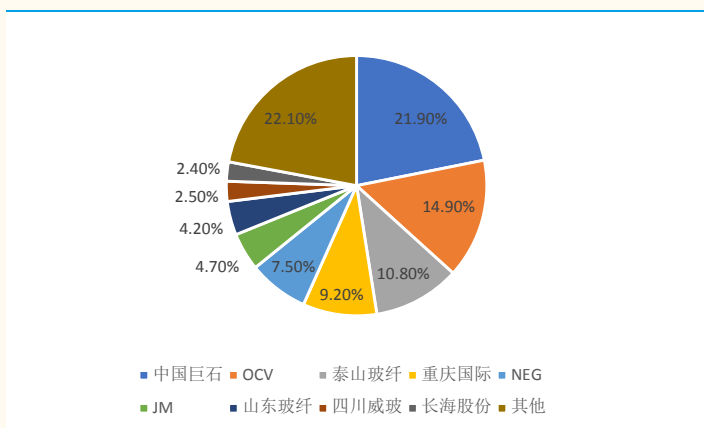
5.玻纤：行业供需改善，期待价格持续反弹

5.1 行业集中度高，寡头垄断趋势显现

玻纤行业本身具有一定的进入壁垒，无论是全球市场还是国内市场，都存在产能集中度高的特点，寡头垄断格局已初步形成。2018年末，全球玻纤行业总产能约805万吨，前五大企业分别为中国巨石、欧文斯科宁（OVC）、泰山玻纤、日本电气硝子（NEG）和重庆国际，五家企业产能占比约64%。中国玻纤总产能约545万吨，中国巨石、泰山玻纤和重庆国际是国内玻纤行业的三大

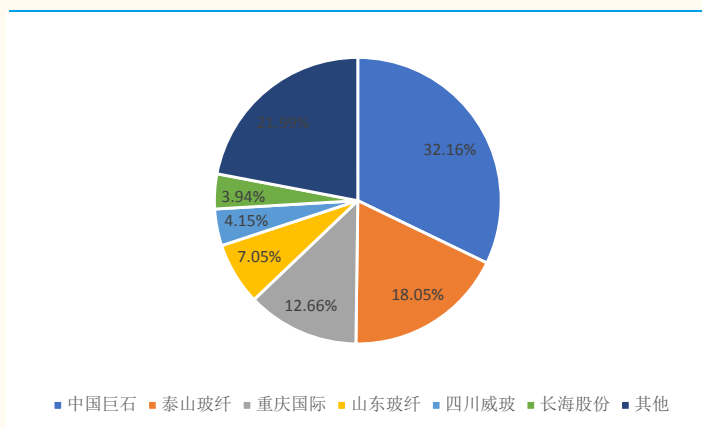
巨头，三家企业产能占比约 63%，加上山东玻纤、四川威玻和长海股份，国内前六大企业产能占比约 80%。中国目前是世界第一大玻纤生产国，2019 年我国玻纤产量约 527 万吨，占全球总产量的 64%。

图表 39：全球前五大玻纤企业产能占比 64%



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 40：中国前三大玻纤企业产能占比 63%

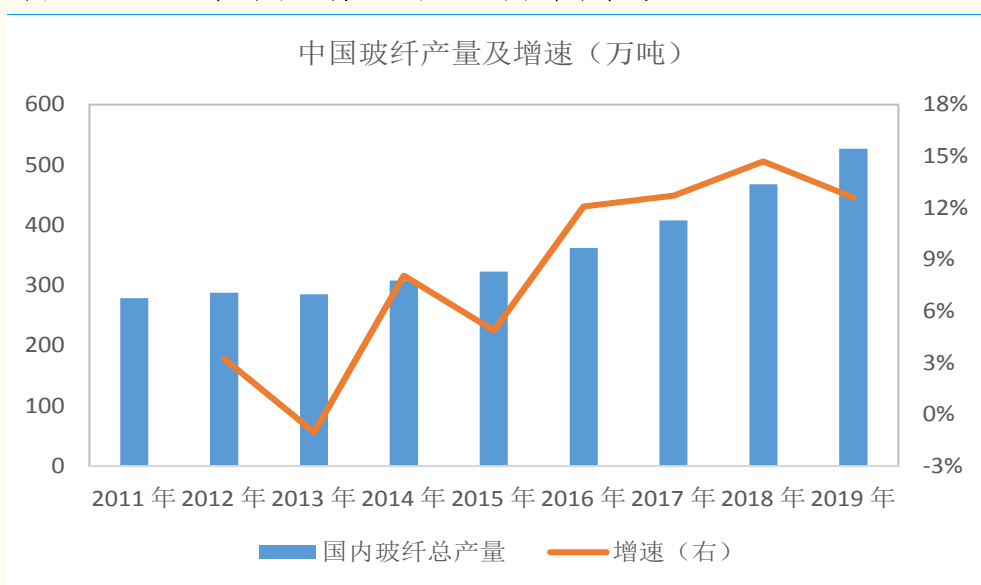


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

5.2 新增产能有限，21 年供给压力可控

2018 年是我国玻纤产能快速扩张的一年，2019 年扩张步伐虽然放缓，但是由于前期新增产能的陆续释放，18/19 年的供给均承受了较大的冲击。2018 年我国无碱粗纱新点火产能 109 万吨，扣除部分产线技改前产能，净新增 70 万吨；电子纱全年新点火产能 22 万吨。2018 年国内玻纤产量增速达到 15%，为近十年来新高，2019 年增速也达到 13%。

图表 41：2018 年我国玻纤产量增速达到十年来最高



来源：中国巨石短融募集书，国金证券研究所

2020 年无碱粗纱整体产能增长有限，虽然新投产 50 万吨，但主要集中在年中，全年应贡献 25 万吨左右产量。但由于在年初已停产约 15 万吨无碱粗纱产能，则全年产量净增约为 10 万吨。以 2019 年我国玻纤产量 527 万吨计算，2020 年产量增速约为 2%。

从 2021 年的新增产能看，目前计划新投产 35 万吨无碱粗纱，我们预计将新增产量 20 万吨。根据各企业计划投产节点，同时考虑 2020 年投产产能的充分释放后预计新增产量 15 万吨，我们推算全年无碱粗纱产量新增 35 万吨左右。我们按照 2020 年中国产量为 537 万吨计算，2021 年中国产量增速 6.5%，全

球产量增速 4.2%。整体而言，2021 年玻纤产量增速高于 2020 年，但是产量增速在过去五年中依然维持低速增长。

图表 42：2021 年国内玻纤新增产能 35 万吨

2021年预计新增产能					
企业	产线	产品	产能	时间	备注
长海股份	天马 3 万吨线	无碱粗纱	10 万吨	2021Q1	由 3 万吨技改至 10 万吨
金牛玻纤	沙河 1 线	无碱粗纱	10 万吨	2021Q1	新建
中国巨石	桐乡智能制造	无碱粗纱	15 万吨	2021Q3	新建
合计			新增 35 万吨		

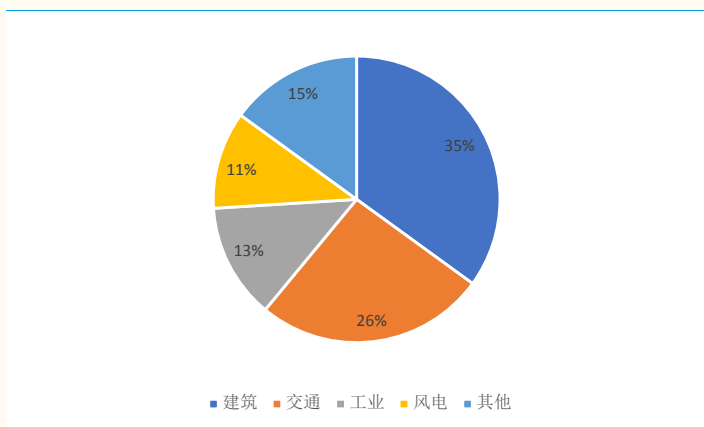
来源：卓创资讯，国金证券研究所

5.3 国内需求强劲，静待后疫情时代海外需求复苏

玻纤应用领域涉及到各个工业部门，参考 OCV 的数据，建筑领域占比 35%、交通领域占比 26%、工业领域占比 13%、风电领域占比 11%、其他领域占比 15%。

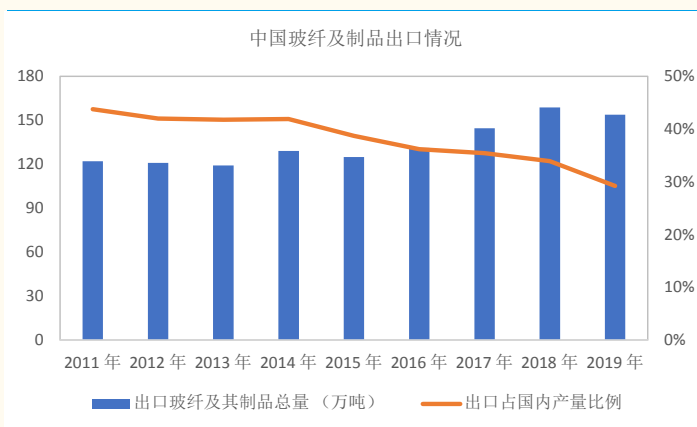
由于中国的产业链和成本优势，造就了我国玻纤产业较强的国际竞争力，每年有 30%左右的玻纤产品用于出口。2020 年二季度开始，海外疫情的爆发对国内玻纤出口产生负面影响，海外玻纤需求承压。不过，由于国内市场在疫情过后，受益于风电抢装及基建、汽车等领域需求回升，使得玻纤整体下游需求呈现较强韧性。

图表 43：玻纤下游需求以建筑和交通为主



来源：OCV，国金证券研究所

图表 44：我国玻纤出口量占总产量的 30% 左右



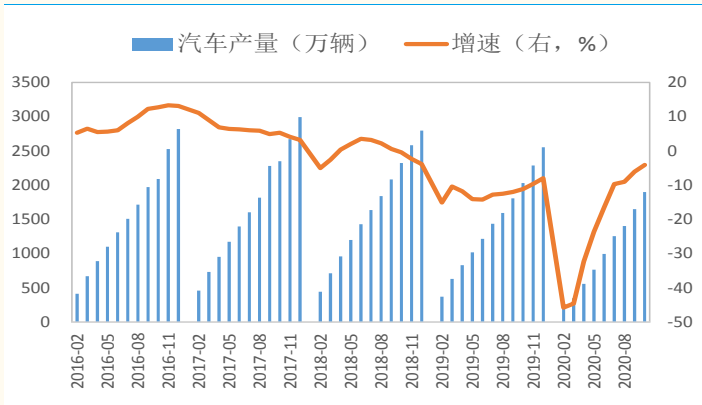
来源：中国巨石短融券募集书，国金证券研究所

- 建筑领域是玻纤应用最传统也是需求最高的领域，主要包括房地产和基建，我们认为该领域玻纤需求有望稳中有升。
- 交通运输领域对玻纤的需求主要在汽车零部件、高铁、轮船等方面，由于玻纤强度相对较低，在汽车上的应用更多在内外装饰件和非结构件中。汽车产业是我国重要的支柱产业，随着国内疫情影响的散去，在相关部门出台的稳定和扩大汽车消费政策推动下，前期受到抑制的消费需求逐步释放，汽车产量快速修复。二季度开始，汽车产量降幅持续收窄，截至 2020 年 10 月，全国汽车产量 1897.90 万辆，同比减少 4.10%，降幅持续收窄，对该领域玻纤需求形成有力支撑。此外，在环保趋严的大环境下，轻量化将成为未来汽车行业发展新的方向，尤其新能源汽车快速发展也将进一步推动汽车轻量化进程。玻纤增强塑料凭借其密度低、强度高的特点，在汽车领域渗透率有望提升。
- 玻纤凭借其较高的性价比和耐腐蚀的特点，成为风机叶片制造的优质原料。作为可持续发展的重要方向，风力发电近年来得到了快速发展。随着 2021 年“陆上风电项目全面实现平价上网”时间节点的临近，近两年风机设备抢装将进入高潮，带动风电领域玻纤需求旺盛。2019 年，新增风电装机容量达到 28.9GW，同比增长 36.7%；2020 年前三季度，新增容量为

13.06GW，与上年同期基本持平。2020 年 10 月，生态环境部发布《全国碳排放权交易管理办法（试行）》（征求意见稿）和《全国碳排放权登记交易结算管理办法（试行）》，或将推升风电在发电总量中的占比，以满足碳排放配额的要求，我们预计 21 年风电领域需求不会出现大幅下滑。

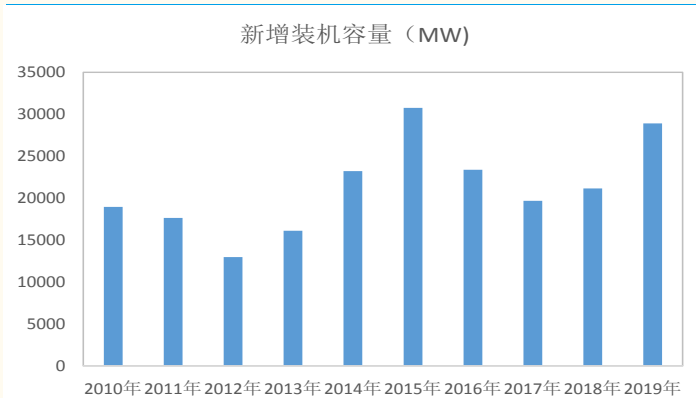
- 电子纱主要为细纱，是一种绝缘性较好的玻纤材料，可制玻纤布，用于印制电路板（PCB）的核心基材—覆铜板的生产，市场较为单一。PCB 行业下游应用广泛，与电子相关联的行业以及消费端均能见到其身影，因此市场规模巨大。PCB 的下游应用领域占比最高的是计算机和手机，此外还有消费电子、汽车电子和通信领域等，这些领域市场合计占比超过 83%。未来，5G 商用及汽车电子的发展将推动 PCB 产业继续增长。

图表 45：疫情好转后汽车产量快速修复



来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：2019 年我国风电新增装机容量快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

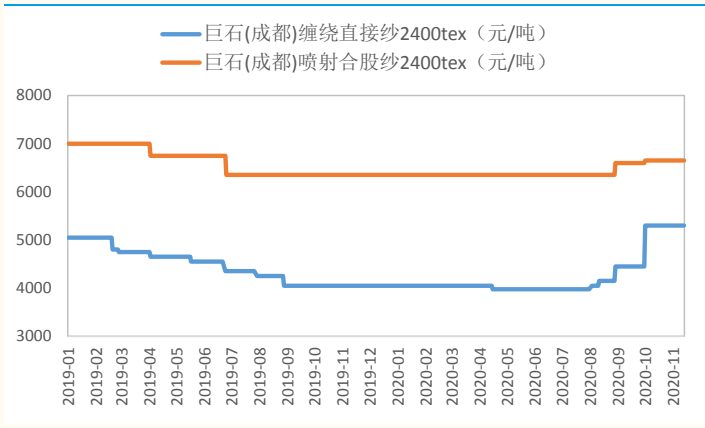
5.4 行业底部确认，玻纤价格步入上行通道

玻纤市场需求周期与经济周期存在较强的相关性，受宏观经济形势影响较大。由于难以追踪到玻纤下游实际需求数据，我们用全球玻纤产量与 GDP 的关系研究玻纤需求变化规律。2011-2018 年，全球玻纤产量增速与 GDP 增速比值的均值为 1.58。OCV 预测，全球玻纤需求增速约为 GDP 增速的 1.6 倍。根据 IMF 2020 年 10 月发布的全球经济展望，2021 年中国经济增速为 8.2%，则对应玻纤需求增速为 13%。此外，我们认为随着全球疫情的逐步好转，2021 年海外玻纤需求也将迎来全面复苏，从而带动玻纤出口的增长。

2020 年，尽管海外需求有所下滑，但国内下游复工复产进展顺利，在国家相关政策的推动下，基建、风电、汽车等下游领域需求快速回升。同时随着前期新增产能的持续消化，并且上半年部分产线的关停导致产能进一步缩减，供需关系明显改善。由于库存的逐渐降低，部分玻纤企业在 6 月份开始提高产品价格，并在 8 月份开启全面上涨通道。

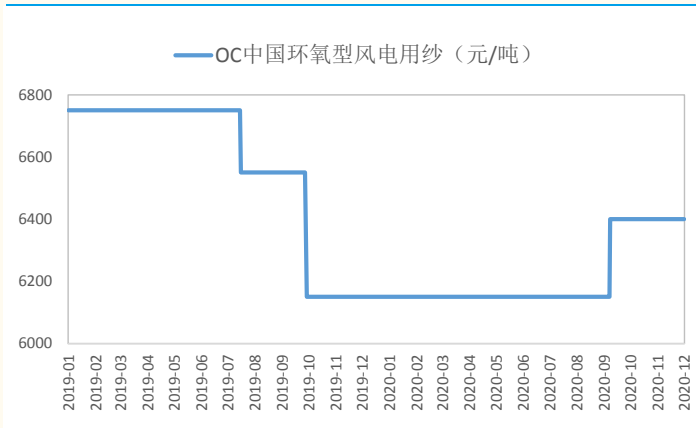
2020 年 8 月以来，行业龙头中国巨石两次上调玻纤产品售价，提价幅度分别为 7%和 10%，提价的幅度和提价的间隔也反映了当下供需格局的变化。与 19 年 11 月行业其他公司主动提价、巨石不参与不同，本轮提价由巨石主动发起，这反映了行业供需形势的积极变化。21 年玻纤产量增速有限，而国内需求依然旺盛同时海外需求有望迎来复苏，行业供需关系将继续好转。巨石作为行业中成本最低的企业，过高的成本压力使得行业内的其他企业提价意愿更加强烈，因此我们判断行业底部确认，本轮行业上行周期已然开启。

图表 47：粗砂价格自 20 年 8 月开始反弹



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 48：风电纱价格在下半年明显上涨



来源：卓创资讯，国金证券研究所

6. 耐火材料：行业拐点已至，龙头企业有望受益

6.1 行业集中度偏低，具备较大提升空间

由于耐火材料行业进入门槛相对较低，在行业快速发展时期，涌入了较多中小企业。随着下游需求增长放缓，行业开始逐渐供需失衡，呈现产能过剩的局面。2019 年耐火材料主营业务收入超过 10 亿元的生产企业有 16 家，前 10 家企业市场占有率在 15% 左右，行业集中度偏低。

参照政策规划目标，目前国内耐火材料行业集中度具备较大提升空间。2013 年，工业和信息化部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》，指出：到 2020 年前十家企业的产业集中度提高到 45%。中国耐火材料行业协会在《中国耐火材料行业“十三五”规划》中也提出：耐火材料行业到 2020 年实现行业前 10 家企业集中度达到 45% 的规划。

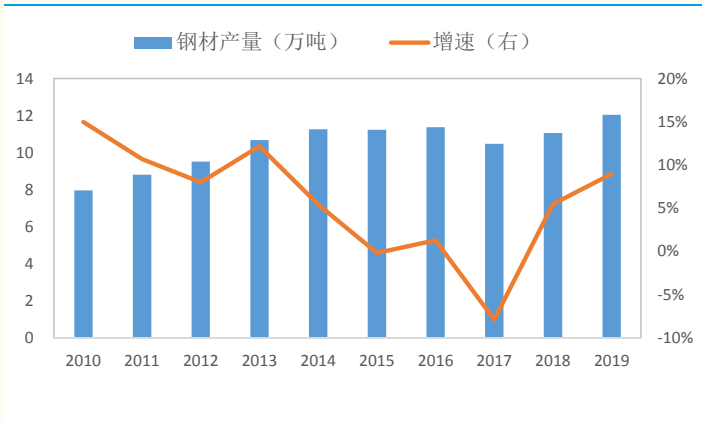
6.2 耐材企业及下游钢铁企业整合推进，行业集中度提升可期

中国建材和中国宝武的耐材企业重组宣告耐材行业整合启动，而下游钢铁行业集中度的持续提升，也将加速上游耐火材料行业的整合，行业集中度拐点显现。

2020 年 8 月，瑞泰科技发布公告，拟以发行股份的方式购买武钢集团持有的武汉耐材 100% 股权及马钢集团持有的瑞泰马钢 40% 股权。本次发行股份购买资产完成后，武汉耐材及瑞泰马钢将成为瑞泰科技的全资子公司，而瑞泰科技实际控制人从中国建材变更为中国宝武。本次重组符合央企提升行业集中度的一贯做法，如：2010 年之前，中国铝业收购全国范围内的铝厂实现电解铝和氧化铝行业集中度提升；2015 年前后，中国建材收购全国范围内的水泥企业实现水泥行业集中度的提升。2019 年，瑞泰科技营业收入为 39 亿元，武汉耐材营业收入为 11.74 亿元。重组完成后，瑞泰科技将成为中国第一、世界第三大耐火材料生产企业，行业集中度将出现提升，标志着我国耐火材料行业整合序幕的拉开。

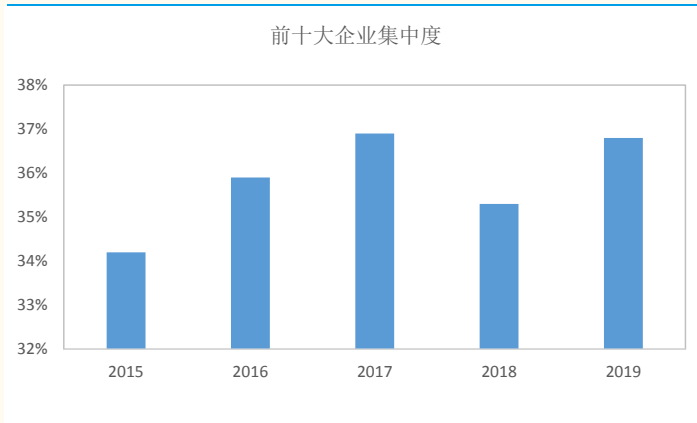
中国宝武对太钢集团收购的进行，太钢集团下属太钢耐材也将随着母公司的整合而被整合，下游钢铁行业的兼并重组倒逼耐材企业整合。中国钢材产量大幅增长的时代已经过去，虽然经过对落后产能的淘汰，我国钢铁行业集中度依然较低。2016 年 9 月，国务院发布《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》指出，到 2025 年，中国钢铁产业前十大企业产能集中度将达 60%-70%。2019 年，钢铁行业集中度仅为 36.8%，较 2015 年提升 2.6 个百分点，与既定目标相距甚远，未来大型企业的兼并重组将是顺势而为。由于大型钢铁集团对耐火材料的产品质量、服务能力要求更高，实力雄厚的耐火材料企业可获得更多发展机会，倒逼小型企业退出市场。

图表 49：钢铁产量快速增长时代过去



来源：Wind，国金证券研究所

图表 50：中国钢铁行业集中度偏低



来源：Wind，国金证券研究所

6.3 头部耐材企业受钢铁行业景气度变化影响有限

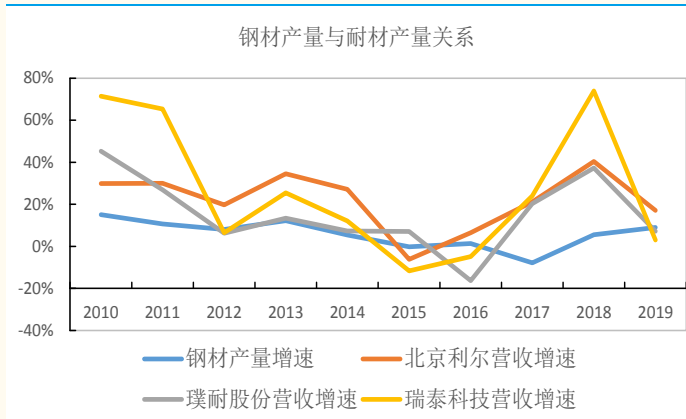
钢铁行业是耐火材料最主要的下游消费领域，需求占比达到 70%。当前整体承包已逐渐成为耐火材料行业销售的主流模式，与传统的直销模式相比，耐火材料供应商不再是进行简单的生产制造，而是涵盖配置设计、生产采购、安装施工、使用维护、技术服务到用后处理等整体服务，最后根据协议约定的单台设备耐火材料消耗或单位产品的耐火材料消耗费用进行结算。因此，在整体承包模式下，耐火材料生产企业销售收入与产品使用结果（钢产量或使用炉次）直接相关，与产品消耗数量不直接成比例关系。在确保钢厂安全生产和使用寿命的前提下，耐材企业可充分发挥自己技术优势和产品优势，根据实际情况灵活决定耐火材料的用料、用量和砌筑方法，提高耐火材料使用寿命，进而降低材料耗用成本，实现利益最大化。根据北京利尔 2015 年公司债募集书中披露，整体承包的毛利率较直销模式提高约 2 个百分点。

整体承包模式使得耐火材料企业销售收入与钢铁客户当年产量以及上年盈利具有较强关联性。钢厂会根据前期自身盈利情况与耐材企业协商确定消耗费用单价，并以出钢量作为为结算依据。通过分析历年钢材产量、钢铁行业盈利情况与耐火材料龙头上市公司的营业收入、净利润相关性，我们发现，上年钢铁行业盈利情况较好且当年钢材产量实现增长的年份，耐火材料企业的营业收入增速往往也较为可观，反之则会收到一定影响。

由于整体承包模式占比提升，耐材可以通过整体承包模式进行成本把控，如：通过技术进步降低耐材用量来达到降成本的目的，从而增强自身盈利能力。根据我们统计，生产 1 吨钢材所消耗的耐火材料数量逐年降低，2010 年这一数据为 0.023 吨，而 2019 年已降至 0.013 吨。整体而言，头部耐火材料企业盈利情况与钢铁行业景气度的关联性没有营业收入那般紧密。

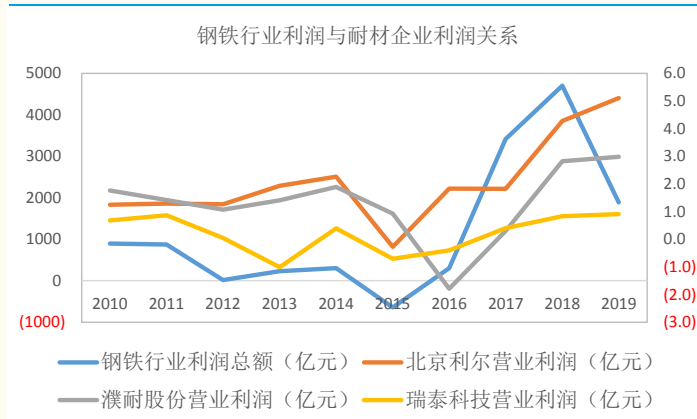
整体而言，我国钢铁产量大幅增长的阶段已经过去，行业发展从产量增长转为产品结构变化。我们认为，头部耐火材料企业受钢铁行业下行有限，原因主要有两个方面：1、钢铁行业景气度的下行将带来自身集中度的提升，而头部耐火材料企业客户通常为大中型钢企，市场份额会随着头部钢企市占率提升而增加；2、由于上游原材料供给充足，在整体承包模式下，耐火材料企业可通过对全产业链的成本把控，减轻成本压力。

图表 51：耐材企业收入与钢材产量有一定相关性



来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱



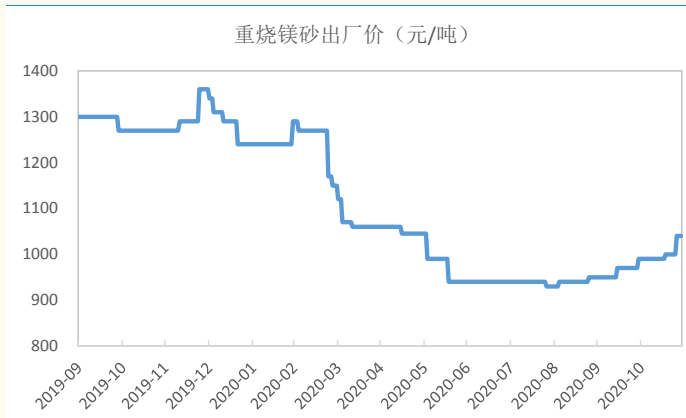
来源：Wind，国金证券研究所

6.4 原材料价格下行减轻耐材企业成本压力

我国是耐火原料资源大国，菱镁矿、铝土矿和石墨等基础原料储量丰富，得天独厚的资源优势为我国众多中小耐火材料企业提供了生存土壤。近年来受供给侧改革、环保治理以及矿山生态保护等因素影响，部分不达标矿山或耐火原料加工企业被迫关停、限产，原材料供给受到压制，也加剧了价格的波动。菱镁矿开采和镁砂加工属高污染、高耗能行业，一直受到地方政府的严格环保限制和政府对于炸药管控影响；铝土矿属于露天开采，2017 年以来，国家对于露天矿山开采的环保整治导致铝土矿价格上涨。

随着上游矿山开采企业环保逐步规范，在原材料供给充分的背景下，耐火材料的主要的原材料菱镁矿和铝土矿价格有望回归合理区间，进而带动镁砂和氧化铝价格的回落，减轻耐火材料企业成本压力。

图表 53：镁砂价格大幅回落后出现反弹



来源：Wind，国金证券研究所

图表 54：氧化铝价格短期反弹不改下降趋势



来源：Wind，国金证券研究所

6.5 在行业集中度提升趋势中，优秀民营企业有望脱颖而出

通过分析发现，与独立的民营耐材企业对比，附属耐材企业的盈利能力偏弱。2018 年，附属中国建材的瑞泰科技（净利率 1.88%）、附属武钢集团的武汉耐材（净利率 2.36%）和附属马钢集团的马钢耐材（净利率 2.33%）盈利能力远低于三家独立耐材企业，即鲁阳节能（净利率 16.67%）、北京利尔（净利率 10.45%）、濮耐股份（净利率 6.11%）。

北京利尔等行业龙头的客户一直以国内大中型钢铁企业为主，随着下游客户在兼并重组过程中产能和产量将进一步扩大，头部耐火材料企业将受益于下游行业集中度的提升。未来盈利能力较强、负债率较低、有足够的实力进行产能扩张的民营企业，有望在竞争中脱颖而出。

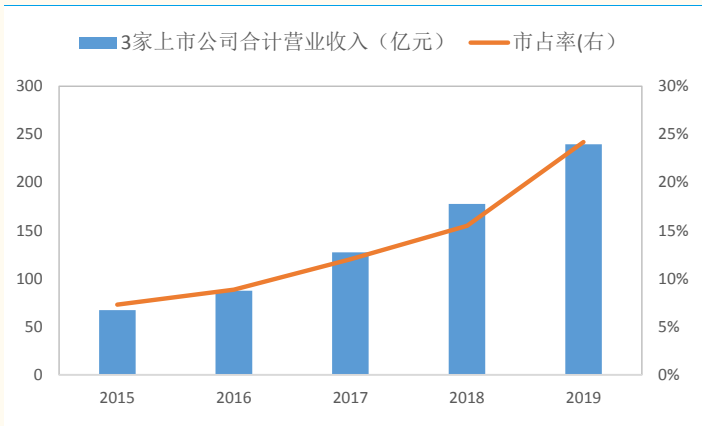
7.消费建材：B端强者愈强，C端估值回归

7.1 行业竞争格局普遍分散，龙头企业市场份额逐步增加

消费建材多属于轻资产行业，技术壁垒和进入门槛不高、产品同质化较为严重，导致行业集中度较低、竞争激烈。如：2019年，防水材料行业规模以上（主营业务收入在2000万元以上）的企业高达653家，营业收入为990.4亿元，东方雨虹、科顺股份和凯伦股份三家上市公司合计市占率仅为24%；塑料管道行业内较大规模生产企业在3000家以上，年产能达到1万吨的企业约300家、占比10%左右，年产能超过10万吨的企业在20家以上、占比不足1%。值得注意的是，以上数据仅表现为具有一定规模的企业竞争格局，而消费建材领域充斥着大量的规模以下小企业和小作坊，游离在监管之外，利用伪劣产品进行恶性竞争。

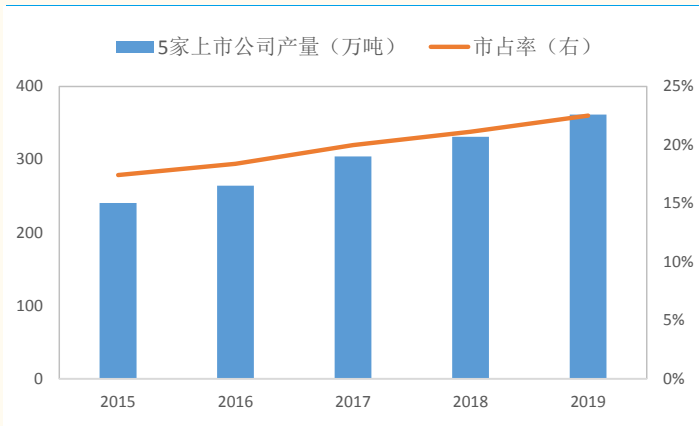
近年来，随着下游需求增长放缓，消费建材头部企业凭借较强的综合实力，在激烈的存量竞争中，逐渐占据优势地位，行业集中度已在明显提升。2019年，防水材料行业3家上市公司营业总收入达到240亿元，市占率达到24.2%，较2015年提升16.9个百分点；塑料管道行业5家上市公司总产量超过360万吨，市占率达到22.5%，较2015年提升5.1个百分点。

图表 55：防水材料行业上市公司市占率不断提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 56：塑料管道行业头部企业市场份额逐年增加



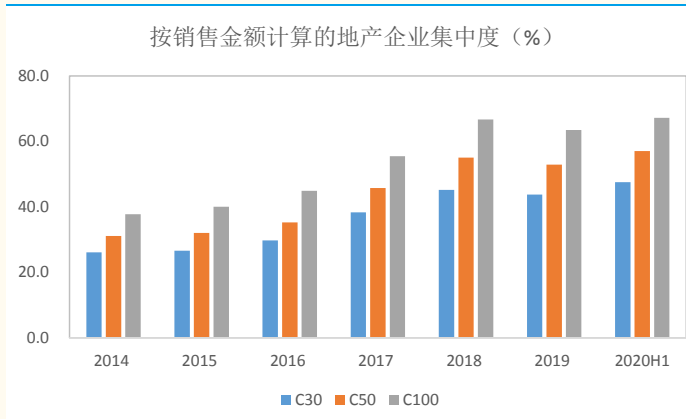
来源：Wind，国金证券研究所

7.2 行业集中度提升逻辑继续演绎，“强者愈强”趋势确立

近年来，受到准入条件提高、监管逐渐规范等产业政策的影响，消费建材领域落后产能的生存空间正在缩小。此外，消费建材原材料以石油产业链为主，作为高污染高耗能产业，一直是环保督察的重点，环保治理的趋严也将持续迫使低端及无证产线退出市场。

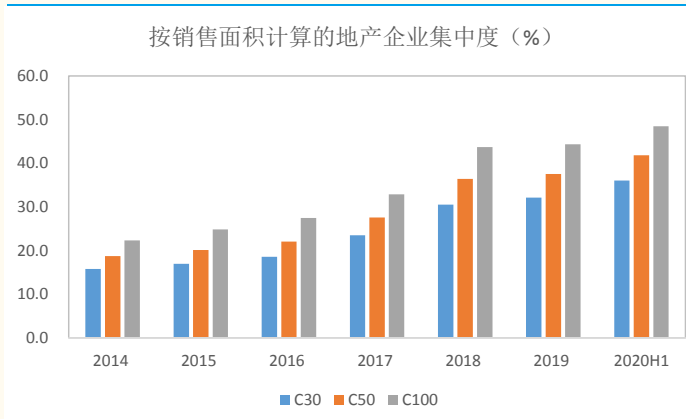
当前国家对房地产调控力度不减，中小房企所受冲击尤为明显，而大型房企市场份额在逐渐扩大。2019年，以碧桂园、恒大、万科等为首TOP30房企销售面积达到5.52亿平方米，市占率达到32.15%，较上年同期提升1.64个百分点；TOP100房企销售面积达到7.61亿平方米，市占率达到44.36%，较上年同期提升0.65个百分点。

图表 57：按销售金额计算龙头企业市占率提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 58：按销售面积计算龙头企业市占率提升



来源：Wind，国金证券研究所

下游房地产集中度的不断提升，将持续拉动消费建材头部企业市场份额增长。由于大型房企对建筑材料价格敏感度相对较低，但对质量和品牌更加看重，资源会更多倾向于大型建材企业。根据中国房地产业协会数据，2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品品牌中，消费建材各子行业前 10 名品牌首选率合计均在 90%左右，多为业内知名企业。

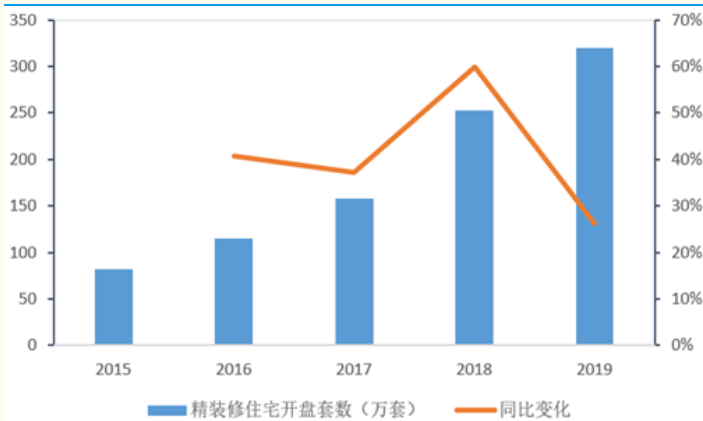
图表 59：2020 年中国房地产开发企业 500 强首选建材品牌

品牌名称及首选率	防水材料	涂料	管件管材	建筑陶瓷	石膏板	保温材料
1	东方雨虹 (36%)	立邦 (18%)	联塑 (29%)	马可波罗 (20%)	龙牌 (29%)	卧牛山节能 (18%)
2	科顺 (20%)	三棵树 (17%)	日丰 (15%)	蒙娜丽莎 (17%)	泰山石膏 (16%)	亚士创能 (17%)
3	北新防水 (禹王、蜀羊、金拇指) (7%)	亚士漆 (15%)	公元 (14%)	欧神诺 (14%)	可耐福 (12%)	金隅 (12%)
4	凯伦 (7%)	富思特 (9%)	中财 (13%)	东鹏 (12%)	兔宝宝 (9%)	富思特 (10%)
5	卓宝 (6%)	固克 (9%)	宏岳 (6%)	欧美 (10%)	杰科 (8%)	三棵树 (8%)
6	大禹 (6%)	嘉宝莉 (7%)	多联实业 (6%)	冠珠 (7%)	优时吉博罗 (7%)	君旺保温 (8%)
7	雨中情 (5%)	美涂士 (5%)	川路 (5%)	能强 (6%)	洛斐尔 (6%)	秦恒 (5%)
8	蓝盾 (5%)	德爱威 (5%)	金牛角 (3%)	诺贝尔 (3%)	千年舟 (4%)	青岛科瑞 (4%)
9	三棵树、大禹九鼎 (3%)	巴德士 (4%)	伟星 (2%)	简一 (2%)	杰森 (3%)	万华 (3%)
10	宏源 (2%)	经典 (3%)	中德管业 (2%)	亚细亚 (1%)	拜尔 (2%)	普莱斯德 (1%)

来源：中房网，国金证券研究所

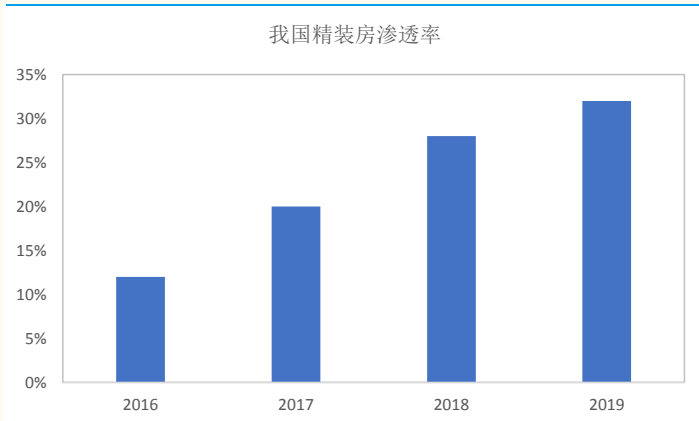
全屋装修趋势叠加集采模式，带来 B 端头部企业业务量的大幅增长。2016 年开始，各级政府大力推行精装房政策，此后我国精装修住宅加速渗透。根据奥维云网数据，2016 年我国精装修住宅开盘套数仅为 115.4 万套、对应渗透率 12%，2019 年开盘量已经增加到 319.3 万套、渗透率达到 32%。一般而言，精装房对原材料的需求量更大其具有一定账期，进而对供应商的供货能力、资金实力、专业服务以及响应速度有重要考量，因此品牌、质量、资金、服务优势较强的企业成为房企采购的首要选择。

图表 60：2016 年以来我国精装房数量逐年攀升



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 61：2016 年以来我国精装房渗透率快速提升



来源：奥维云网，国金证券研究所

企业要扩大市场份额，需要较大的资本开支去增加产能，而且如果业务以 B 端直销为主的话，需要给予客户一定期限的账期，充足的营运资金是拓展和维护客户的重要基础，方可支撑产能得到充分释放。行业头部企业的综合实力更强、融资渠道更畅通，相对来说具有更充足的资金，推进业务加速拓展。

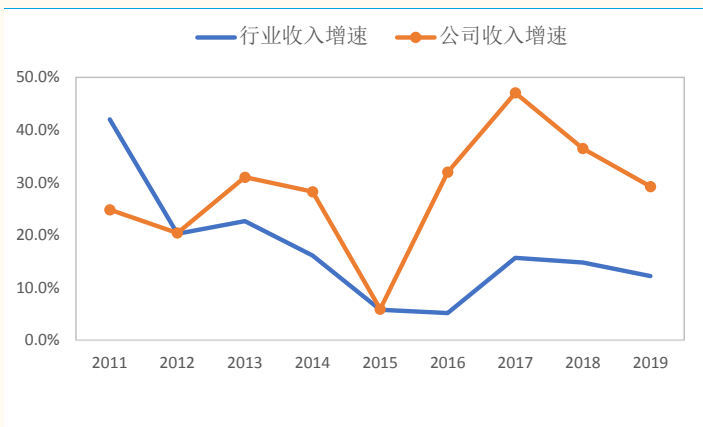
消费建材应用领域主要为房地产，因此各子行业的客户资源具有较高重合度。部分龙头企业借助自身的渠道和资金优势频频进行多品类扩张，在拓展成长空间的同时，进一步打击了所切入行业的小企业，加速新进行业集中度的提升。比较典型的如东方雨虹在涂料、保温材料、砂浆等领域的布局，以及北新建材通过并购大举杀入防水行业。此外，三棵树、亚士创能、伟星新材等上市公司也通过兼并重组或者新建生产基地等方式开展防水业务。

整体而言，“强者愈强”趋势确立，消费建材各子行业集中度提升之路将会继续。未来行业发展资源依然会向有规模优势、有品牌优势、有质量保障、有竞争实力的企业进一步聚集。

7.3 从东方雨虹说起：消费建材龙头探寻自己的“戴维斯双击”

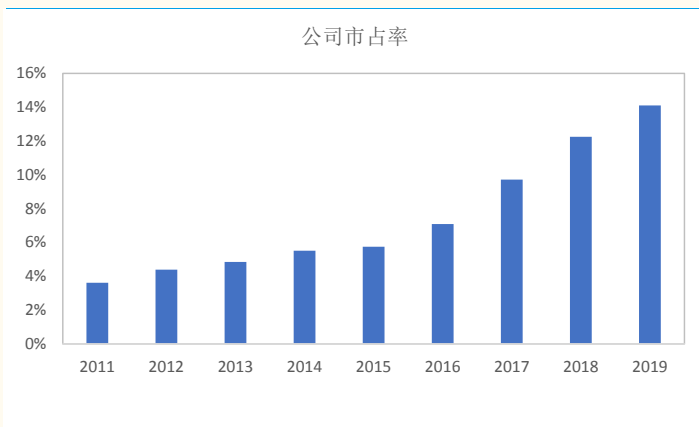
东方雨虹长期深耕防水赛道，登陆资本市场后，利用上市平台优势开启大规模扩张之路。上市当年（2008 年），公司营业收入 7.12 亿元、归母净利润 0.44 亿元，至 2019 年公司营业收入已达 181.54 亿元、归母净利润 20.66 亿元，收入复合增速 34%，利润复合增速 42%。公司业务规模不断扩大，一方面得益于前期行业需求的快速增长，另一方面得益于公司以高于行业增速的步伐扩张带来的市占率持续提升。2011 年公司市占率 4%，2019 年公司市占率 14%。

图表 62：东方雨虹收入增速高于行业增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 63：东方雨虹市占率持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

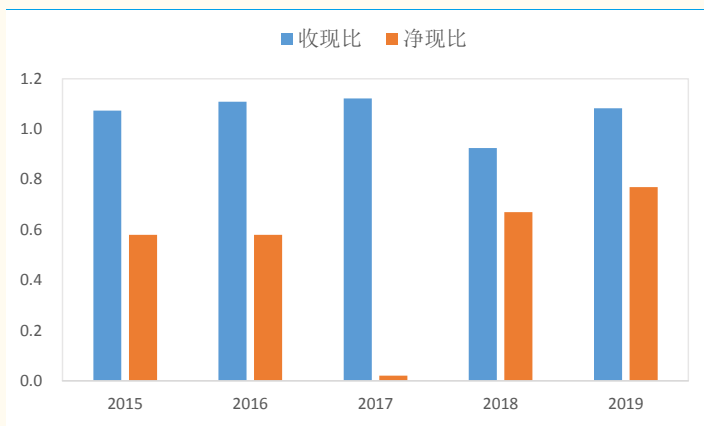
2015 年受工程渠道拖累影响，公司收入增速大幅下滑，与行业其他竞争者的差距缩小。为了保住行业龙头的地位，公司在 2015 年提出“PS”战略，通过价格和销量快速抢占市场，并定下三年内营收破百亿的目标。战略调整完毕

后，通过对 KPI 考核指标的调整，公司提前一年在 2017 年实现营收破百亿的目标。

2018 年公司实现营业收入 140.46 亿元，与行业其他竞争者的差距逐步扩大，行业龙头地位稳固。前期激进政策虽然推动了公司业务的快速发展，但过高的应收账款问题也为未来发展带来一定风险隐患。立足当前发展阶段，公司及时对战略进行调整，提出“高质量发展”战略，收入、利润、应收款都纳入考核标准。为了配合战略转型，2019 年 7 月，公司将风险管控中心总监王晓霞提拔为公司副总裁，并加入董事会，显示出公司对于风险防控的重视。我们看到，2019 年公司收现比回升至 1.08，净现比回升至 0.77，显示出公司收入和利润的含金量不断提升，2020 年这一趋势仍在延续。

公司依托防水主业所形成的核心资源与能力，借助现有销售渠道、客户资源和品牌优势，现已成功进入非织造布、保温材料、砂浆、建筑装饰涂料等多个领域。早在 2011 年，公司就成立天鼎丰非织造布有限公司，开启非织造布领域大门；2015 年公司成立华砂公司进入砂浆市场；2016 年收购德爱威切入建筑涂料市场；2017 年通过卧牛山增资广州孚达，增强保温材料领域的竞争力。2020 年 10 月，公司发布非公开发行股票预案，将继续加大节能保温材料、非织造布等领域项目建设。公司多品类扩张战略进入加速实施阶段，向全球领先的建筑建材系统服务提供商前进。

图表 64：东方雨虹高质量发展成效显著



来源：Wind，国金证券研究所

图表 65：东方雨虹多品类扩张正在路上

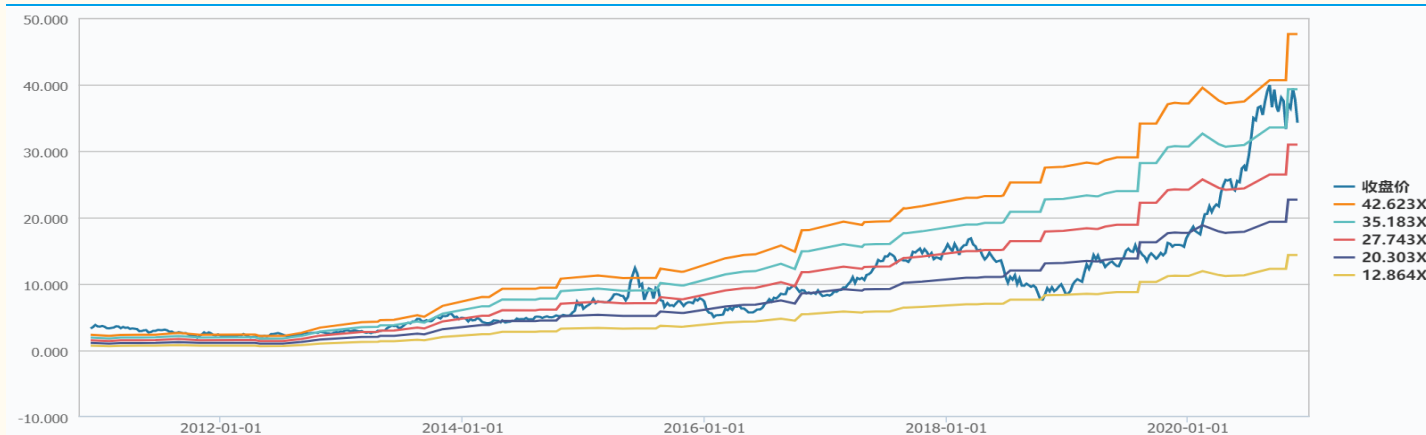
时间	设立公司
2011.07.30	山东天鼎丰非织造布有限公司
2015.02.12	华砂砂浆(北京)有限责任公司
2015.05.09	长沙洛迪环保科技有限公司
2016.12.03	DAWASIA LIMITED
2017.04.21	广州孚达保温隔热材料有限公司
2018.04.09	上海煊和新材料科技有限公司
2018.04.09	德爱威云(中国)建材管理有限公司

来源：东方雨虹公告，国金证券研究所

在 2015 年“PS”战略实施后，公司营业收入快速增长，市占率加速提升，2017 年公司市盈率超过 30 倍。但由于前期激进策略，2018 年市场对公司应收账款问题存有疑虑，同时叠加大股东质押风险，公司市盈率一度跌破 15 倍。此后公司开启“高质量发展”战略，经营质量不断改善，同时盈利能力及市占率进一步提升，迎来“戴维斯双击”，公司估值在 2020 年 8 月一度接近 45 倍。目前，由于下游房地产融资监管收紧，以及未来原材料涨价预期，市场谨慎看待公司后期现金流和盈利水平，估值暂时承压。我们认为，公司“高质量发展”下，公司业务拓展并未放缓，因此下游环境变化对公司冲击有限。此外，未来随着新建项目的投产，公司在防水领域市占率提升的步伐仍在继续，并且多品类扩张进一步打开成长空间，业绩和估值有望继续双升。

目前消费建材各子行业的“强者愈强”趋势已然确立，龙头企业的市占率将不断提升，这不仅会带来自身规模的持续扩张，而且行业集中度的提升也可改善行业生态格局。总而言之，各消费建材龙头企业逻辑可参照东方雨虹，未来将持续享受市占率提升带来的业绩和估值的增长。

图表 66：东方雨虹估值水平持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

7.4 悲观预期释放，关注 C 端建材估值回归

全屋装修比例的提升，确实对 C 端消费建材市场造成了一定冲击。不过当前精装房渗透率已获得明显提升，尤其华东等部分地区精装房比例已达到较高水平。随着政策推动力度降低，精装房开盘数量增速开始回落，对 C 端市场的冲击也将会逐渐减弱。2019 年全国精装修市场渗透率达到 32%，已提前完成《建筑业发展“十三五”规划》中提出的“到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%”的发展目标。根据奥维云网数据，2019 年全国精装房开盘量同比增长 26.25%，增速降低 33.68 个百分点；2020 年 1-8 月，全国精装房累计开盘量为 158 万套，同比降低 24.9%。

根据奥维云网数据评估推算，从住宅装修市场的产值结构来看，老房及二手房翻新市场在 2019 年合计占比超过 40%，2020 年将超过 42%。此外，老旧小区改造也将拉动部分室内装修需求。当前 C 端建材或已逐渐走出最困难时期，悲观预期释放完毕后，估值迎来回归。

8. 推荐标的

- 水泥板块：冀东水泥，祁连山，华新水泥
- 玻璃板块：旗滨集团
- 玻纤板块：中国巨石
- 耐材板块：北京利尔
- 消费建材板块：东方雨虹，北新建材，伟星新材

图表 67：主要公司盈利预测（截至 2020 年 12 月 1 日）

证券代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	每股收益			市盈率		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000401.SZ	冀东水泥	15.94	214.80	2.05	2.55	2.88	8	6	6
600720.SH	祁连山	15.40	119.55	2.40	2.67	2.84	6	6	5
600801.SH	华新水泥	24.61	515.97	2.93	3.53	3.74	8	7	7
601636.SH	旗滨集团	11.58	311.07	0.70	0.78	0.81	17	15	14
600176.SH	中国巨石	16.68	584.18	0.57	0.84	0.97	29	20	17
002392.SZ	北京利尔	5.03	59.88	0.43	0.51	0.59	12	10	9
002271.SZ	东方雨虹	34.37	809.30	1.30	1.42	1.64	26	24	21
000786.SZ	北新建材	40.38	682.22	1.63	1.91	2.28	25	21	18
002372.SZ	伟星新材	19.32	303.93	0.67	0.74	0.82	29	26	24

来源：Wind，国金证券研究所

9.风险提示

- 基建投资回升不及预期：“内循环”背景下，基建仍是重要抓手，若基建投资回升继续不及预期，必将影响水泥等行业盈利情况。
- 房地产投资下行超预期：当前房地产调控政策边际收紧，若房地产市场下行速度过快，则将使行业需求受到冲击。
- 老旧小区改造推进不及预期：目前来看，老旧小区改造资金来源主要依赖政府财政资金，若政府财政支持力度不够，则老旧小区改造蕴藏的消费建材需求难以释放。
- 原燃材料成本上涨风险：建材行业处于产业链中游，若纯碱、矿石、相关石化产品以及煤炭等原燃材料价格上涨，将对行业整体盈利水平带来一定压力。
- 海外疫情持续风险：中国玻纤产品出口比例约为国内产量 30%，海外疫情持续发展会影响行业的出口，抑制行业景气度提升。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH