

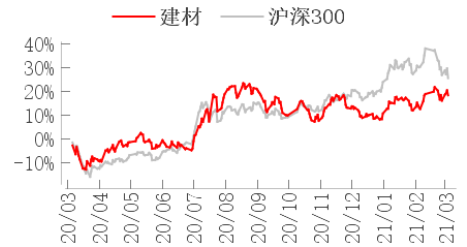
从行业景气度和估值分位，谈建材板块的选股策略



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
 行业 建材行业
 报告发布日期 2021年03月06日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
 021-63325888*6074
 huangji@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860520030001

证券分析师 江剑
 021-63325888*7275
 jiangjian@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860520090001

联系人 聂磊
 021-63325888*7504
 nielei@orientsec.com.cn

核心观点

- **建材核心资产平均年化超额收益 15%，2015 年后跑赢指数概率不断增加。** 将 6 个细分板块的 8 个龙头公司等权重组成核心资产组合，回溯 10 年初至 21 年 2 月底的股价表现，以建材（中信）指数作为基准，累计收益率/超额收益率分别达 295%/164%，年平均超额收益率 14.7%。在完整的 134/44 个月/季度中，有 84/29 个月/季度超额收益为正，有 63%/66% 概率跑赢指数。从 15 年开始，核心资产获得超额正收益的概率稳定走高。20 年至今最为显著，有 79%/75% 的概率获得正月/季度超额收益。我们认为 15-18 年核心资产的超额收益主要由估值带动，19 年后则由业绩和估值提升共同贡献。
- **从行业景气度维度，核心资产优中选优。** 将细分板块未来 1-2 年的景气度分为上行/走平/见顶三类，玻璃/玻纤属于上行周期，防水/管材/石膏板属于走平周期，水泥属于见顶周期。这个维度出发，建议优先选择景气度上行板块，在出现行业催化剂情况下考虑景气度走平板块，规避景气度中期见顶板块。
- **历史估值分位的参考意义正在降低。** 考核过去 1/3/5 年标的估值分位，而非估值，核心资产在不同时间维度，分位数大部分超 80%，而二线标的估值分位普遍低于 50%。从传统观念看，小市值标的更有性价比，核心资产估值几乎没有安全边际。但我们认为当前估值有其合理性，主要因为龙头多元化（跨界）经营带来抗风险能力提升，以及利用现有优势（渠道/品牌等）拓展多品类业务相对成功概率大，二线标的所没有的特质构成了核心资产的护城河，并推动估值中枢不断抬升，过往的估值体系参考意义已弱化。
- **历史回测显示，在核心资产和二线标的估值分位差收缩时，PEG 较小的二线标的有明显超额收益。** 核心资产和二线标的估值分位差已从 10 年初的 0.4 不断上升至当前的 0.58，这表明核心资产的估值中枢和二线标的拉开差距。但依然出现过 2 次估值分位差明显下降的区间，分别是 18/05-18/09 和 20/2-20/5。在此区间，低 PEG 的二线标的明显跑赢核心资产和指数。我们认为当前估值分位差或存在回调风险，低 PEG 选股策略有效。

投资建议与投资标的

- 短期看，预计龙头和二线的估值差异将收敛，二线标的可能阶段性机会更大，从 PEG 角度推荐凯伦股份(300715, 买入)、长海股份(300196, 买入)、苏博特(603916, 买入)。核心资产长期仍是强势品种，看好景气度高或有催化剂的行业，重点推荐旗滨集团(601636, 买入)、中国巨石(600176, 买入)；消费建材龙头的东方雨虹(002271, 买入)、北新建材(000786, 买入)。

风险提示： 龙头估值偏高、房地产/基建投资不及预期、短期业绩波动风险

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			19	20E	21E	19	20E	21E	
601636	旗滨集团	13.94	0.50	0.68	1.16	22.30	16.40	9.60	买入
002271	东方雨虹	47.35	0.88	1.45	1.75	53.80	32.70	27.00	买入
300715	凯伦股份	40.88	0.79	1.64	2.75	46.70	22.60	13.50	买入
000786	北新建材	48.00	0.26	1.67	2.10	186.10	30.00	23.80	买入
603916	苏博特	28.10	1.01	1.24	1.68	23.10	18.70	13.90	买入
300196	长海股份	17.72	0.71	0.73	1.13	21.80	21.00	13.60	买入
600176	中国巨石	21.50	0.61	0.61	1.09	26.50	26.60	14.80	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算, (上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告, 可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素, 敬请注意, 如有

需要可参阅以上上市公司研究报告。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

核心资产超额收益显著，估值提升为主因.....	5
优中选优，玻璃/玻纤行业景气上行	9
估值分位参考意义降低.....	16
核心资产估值中枢提升，抗风险能力不断强化	23
基于 PEG 的选股策略	26
投资建议.....	29
风险提示.....	29

图表目录

图 1: 2010-2021 年核心资产的累计收益率和超额收益率	6
图 2: 2010-2021 年中信建材/沪深 300 指数的收益率	6
图 3: 2010-2021 年核心资产的月度超额收益率	6
图 4: 2010-2021 年核心资产的季度超额收益率	6
图 5: 2011-2020H1 核心资产/指数的归母净利润增速	8
图 6: 2017-2021 年全国浮法玻璃价格（元/重箱）	11
图 7: 2017-2021 年以管道气为燃料的浮法玻璃盈利（元/重箱）	11
图 8: 2019.1-2020.6 基建项目各主体申报金额（万亿）	13
图 9: 2010.2-2020.12 房屋新开工面积累计增速（%）	13
图 10: 2011-2020 年规模以上企业防水卷材产量	14
图 11: 2011-2019 年石膏板产量	15
图 12: 2012-2019 年全国塑料管道产量（万吨）	15
图 13: 2016-2021 年东方雨虹的 PE 估值	17
图 14: 2016-2021 年北新建材的 PE 估值	17
图 15: 2016-2021 年中国巨石的 PE 估值	17
图 16: 2016-2021 年中国联塑的 PE 估值	17
图 17: 2016-2021 年海螺水泥的 PE 估值	18
图 18: 2016-2021 年旗滨集团的 PE 估值	18
图 19: 2016-2021 年伟星新材的 PE 估值	18
图 20: 2016-2021 年信义玻璃的 PE 估值	18
图 21: 2016-2021 年华新水泥的 PE 估值	19
图 22: 2016-2021 年塔牌集团的 PE 估值	19
图 23: 2016-2021 年长海股份的 PE 估值	20
图 24: 2016-2021 年中材科技的 PE 估值	20
图 25: 2016-2021 年永高股份的 PE 估值	20
图 26: 2016-2021 年东宏股份的 PE 估值	20
图 27: 2016-2021 年科顺股份的 PE 估值	21
图 28: 2016-2021 年凯伦股份的 PE 估值	21
图 29: 2016-2021 年兔宝宝的 PE 估值	21
图 30: 2016-2021 年苏博特的 PE 估值	21
图 31: 2016-2021 年南玻 A 的 PE 估值	22
图 32: 2019 年至今东方雨虹每年的估值中枢不断抬升	23
图 33: 2015-2020H1 东方雨虹的防水和其他业务收入占比	24

图 34：2015-2020H1 东方雨虹防水/其他业务收入与防水行业增速对比.....	24
图 35：2015-2020H1 北新建材的非石膏板业务的占比.....	25
图 36：2015-20H1 中国联塑收入结构（%）.....	25
图 37：2016-2021 年建材行业一线和二线标的的估值分位差的周期波动分析.....	26
图 38：2016-2021 年建材行业一线和二线标的的估值分位差的回归分析.....	27
图 39：2018/05-2018/09 采用 PEG 策略选择的二线组合获得的超额收益情况.....	28
图 40：2020/02-2020/05 采用 PEG 策略选择的二线组合获得的超额收益情况.....	28
表 1：建材主要细分行业的一线和二线公司的划分.....	5
表 2：2010 年至今核心资产月度胜率.....	6
表 3：2010 年至今核心资产季度胜率.....	7
表 4：2011-2020H1 核心资产/指数的归母净利润增速.....	8
表 5：建材主要细分行业的景气度分类.....	9
表 6：2013-2021 年浮法玻璃产能变动情况.....	9
表 7：2021 年计划新点火的生产线.....	9
表 8：21 年建筑浮法玻璃的用量预测.....	10
表 9：研究机构对于 21 年竣工面积增速的预测（不完全统计）.....	11
表 10：2020-2021 国内玻纤生产线变动表（万吨）.....	12
表 11：2019-2021 年国内玻纤需求预测表.....	13
表 12：2016 年建材行业供给侧改革的主要政策.....	16
表 13：行业龙头公司当前估值在过去 1/3/5 年内所处的分位值.....	18
表 14：各行业二线公司当前估值在过去 1/3/5 年内所处的分位值.....	22
表 15：“2020 年度中国房地产 500 强首选品牌”榜单中东方雨虹入围的子品牌.....	24
表 16：主要二线标的在 18 年/20 年初的 PEG 排序.....	27
表 17：主要二线标的在 21 年的 PEG 排序.....	28

核心资产超额收益显著，估值提升为主因

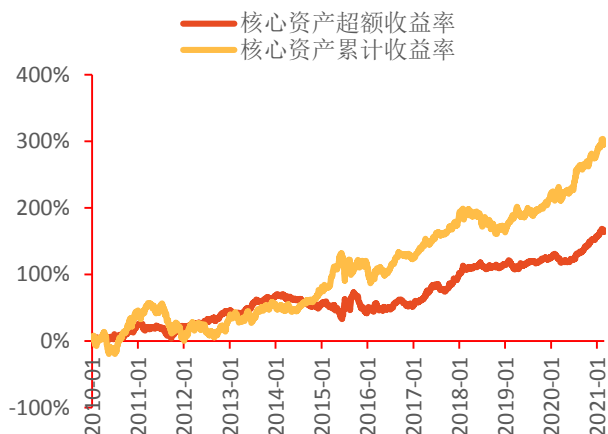
按照规模和经营模式在各细分行业选择 8 家一线龙头和 11 家二线标的，其中龙头构成了核心资产。我们认为建材的核心资产即为各细分行业的龙头（A 股+H 股），对于行业龙头的选取标准主要有两个考量维度：规模和经营模式，对应有三种情况：①规模最大的企业优势已经比较明显，例如水泥行业的海螺水泥；②规模靠前的企业差距并不大，形成双寡头的局面，例如玻璃行业的旗滨集团和信义玻璃；③行业不同经营模式（例如 2B 和 2C）的企业估值体系差异较大，且在各自的市场中已经取得了优势，例如管材行业的中国联塑和伟星新材。与一线龙头对应的是二线公司，我们对于二线公司的选取基本是行业规模仅次于龙头的 1-2 家公司（一般上市公司数量较多的行业选择 2 家二线，上市公司数量较少的行业选择 1 家二线），石膏板行业比较特殊，除了龙头北新建材外没有其他上市公司，因此二线空缺；此外，一些行业由于比较分散、龙头优势不大，因此将其归为二线，例如减水剂行业的苏博特以及板材行业的兔宝宝。

表 1：建材主要细分行业的一线和二线城市公司的划分

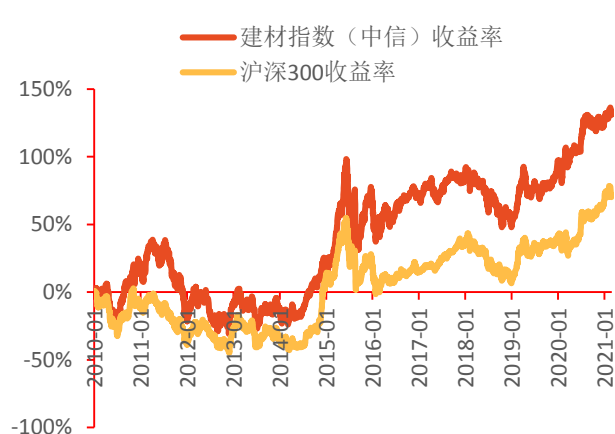
行业	一线	二线
水泥	海螺水泥	华新水泥、塔牌集团
玻璃	旗滨集团、信义玻璃	南玻 A
玻纤	中国巨石	长海股份、中材科技
防水	东方雨虹	科顺股份、凯伦股份
管材	中国联塑、伟星新材	永高股份、东宏股份
石膏板	北新建材	--
减水剂、板材	--	苏博特、兔宝宝

资料来源：Wind，东方证券研究所

我们将 8 个核心资产的收益率等权重平均，计算核心资产平均收益情况，并将中信建材指数作为超额收益基准值。为了消除长周期下初始低基数对后期收益的放大效应，我们放弃了传统复利模式下的收益率计算方法，而是采用了单利的模式，即每个交易日的涨幅加总后得到累计收益率。从 10 年 1 月 1 日至 21 年 2 月 28 日，核心资产平均收益率和超额收益率分别为 295% 和 164%，年平均超额收益率 14.7%，建材指数在这段时间的收益率为 133%。对比建材核心资产的和建材指数的走势，趋势上大致是相同的，但核心资产的抗跌性更好（例如 18 年在大盘下跌的过程中跑赢了指数），此外，在 14-15 年牛市中核心资产跑输了指数，主要由于该轮牛市中中小盘股票普遍表现较好，但 16 年之后核心资产在大盘上涨阶段则表现出了更好的弹性（例如 16-17 年以及 20 年至今）。

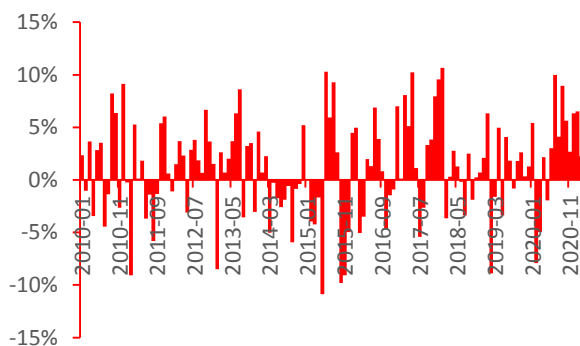
图 1：2010-2021 年核心资产的累计收益率和超额收益率


资料来源：wind，东方证券研究所

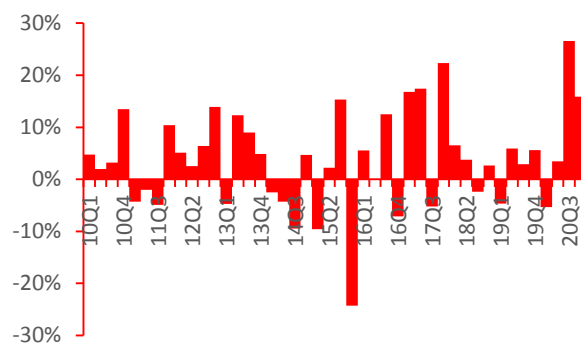
图 2：2010-2021 年中信建材/沪深 300 指数的收益率


资料来源：wind，东方证券研究所

从单月度/季度的表现来看，核心资产取得正超额收益的胜率在 15 年后逐步增大。在 2010 年至今完整的 134/44 个月/季度中，我们统计有 84/29 个月/季度核心资产的超额收益为正，对应 63%/66% 概率跑赢指数。而且从 15 年开始，核心资产获得超额正收益的概率稳定走高，月度胜率由 60% 提升至 79%，季度胜率由 61% 提升至 75%，按照这一趋势，我们判断未来核心资产稳定跑赢指数的能力仍有望不断增强。

图 3：2010-2021 年核心资产的月度超额收益率


资料来源：wind，东方证券研究所

图 4：2010-2021 年核心资产的季度超额收益率


资料来源：wind，东方证券研究所

表 2：2010 年至今核心资产月度胜率

	超额收益 > 0 的月份	总月份数	超额收益 > 0 的概率
10 年至今	84	134	63%
11 年至今	77	122	63%

12 年至今	71	110	65%
13 年至今	61	98	62%
14 年至今	52	86	60%
15 年至今	49	74	66%
16 年至今	44	62	71%
17 年至今	37	50	74%
18 年至今	27	38	71%
19 年至今	19	26	73%
20 年至今	11	14	79%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：2010 年至今核心资产季度胜率

	超额收益 > 0 的季度	总季度数	超额收益 > 0 的概率
10 年至今	29	44	66%
11 年至今	25	40	63%
12 年至今	24	36	67%
13 年至今	20	32	63%
14 年至今	17	28	61%
15 年至今	16	24	67%
16 年至今	14	20	70%
17 年至今	12	16	75%
18 年至今	9	12	75%
19 年至今	6	8	75%
20 年至今	3	4	75%

资料来源：Wind，东方证券研究所

15 年核心资产较指数的业绩对比发生逆转，带动超额收益的胜率回升。对于核心资产超额收益胜率发生拐点的原因，我们将 8 个核心资产/中信建材指数指标股的归母净利润分别加总后，试图从业绩的角度进行分析。从 11-13 年，核心资产的业绩增速基本不比指数差，但 14 年由于玻璃盈利大幅下滑拖累了核心资产整体的业绩，我们认为这是 14 年核心资产超额收益胜率下降的原因；15 年虽然海螺水泥的盈利拖累了核心资产的整体业绩，但其他板块表现较好带动了整体业绩仍远好于指数（剔除海螺水泥后，核心资产/指数的业绩增速为+23%/-64%），因此 15 年核心资产的超额收益胜率开始回升。

15-18 年核心资产的超额收益主要由估值带动，19 年后则由业绩和估值提升共同贡献。我们发现过去 5 年多的时间里核心资产明显表现更好，且一直是相对强势品种，和我们传统认知的从 19 年才开始的“大而美”有所不同。在 16-18 年，建材指数和核心资产的归母净利润增速都相对较快，分别达到了 88%/72%/65% 和 30%/58%/51%。核心资产业绩增速普遍跑输指数，由此可见，16 和 17 年核心资产的超额收益并不来自于业绩，而来自于估值提升。但从 19 年开始，核心资产的业绩增速开始快于指数，19 和 20H1 的归母净利润增速分别为 7%/8% 和 1%/-0.5%。随着整体业绩增速明

显放缓，核心资产的抗风险能力体现出来。从 20H2 开始的核心资产加速上涨，我们认为估值和业绩同时跑赢指数。

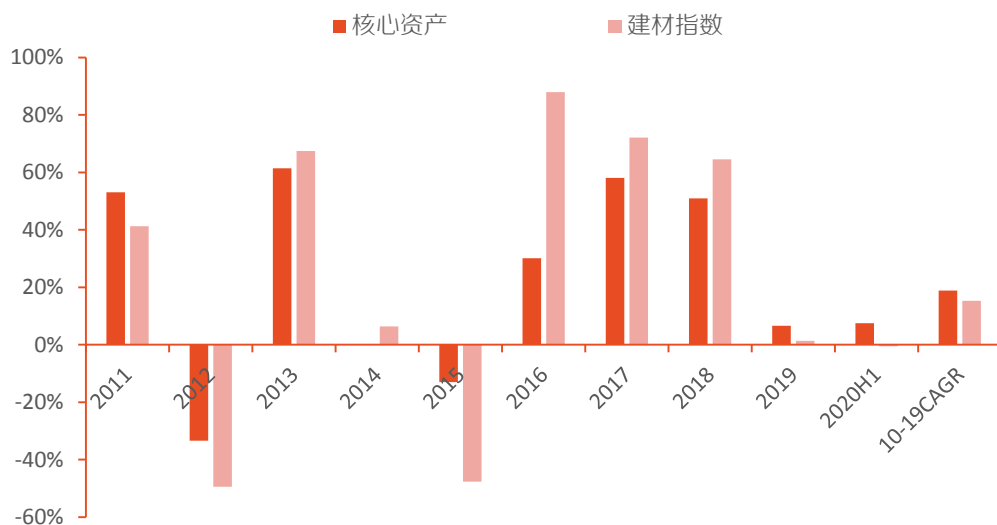
表 4：2011-2020H1 核心资产/指数的归母净利润增速

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
东方雨虹	0.66%	80.49%	92.78%	58.52%	26.57%	40.97%	20.43%	21.75%	36.98%	31.20%
北新建材	25.43%	29.48%	33.80%	22.08%	-18.87%	30.57%	100.16%	5.20%	-82.11%	230.56%
中国巨石	41.92%	-6.20%	16.39%	48.70%	107.16%	54.73%	41.34%	10.43%	-10.33%	-27.66%
中国联塑	11.36%	-1.78%	17.03%	7.23%	4.32%	18.56%	19.30%	8.67%	21.39%	9.84%
海螺水泥	87.80%	-45.58%	48.71%	17.19%	-31.63%	13.48%	85.87%	88.05%	12.67%	5.31%
旗滨集团	-36.57%	-5.24%	96.19%	-42.90%	-22.49%	387.39%	36.83%	5.69%	11.49%	-2.36%
伟星新材	28.88%	7.61%	33.80%	22.83%	24.93%	38.46%	22.45%	19.12%	0.50%	-19.61%
信义玻璃	-19.50%	-6.06%	196.42%	-61.28%	54.96%	52.07%	24.91%	5.56%	5.69%	-34.94%
核心资产平均	53.10%	-33.34%	61.47%	0.20%	-12.95%	30.15%	58.05%	50.97%	6.62%	7.54%
建材（中信）	41.29%	-49.43%	67.44%	6.38%	-47.65%	87.90%	72.12%	64.57%	1.41%	-0.47%

资料来源：玻璃协会，卓创资讯，东方证券研究所

注：在计算建材指数的业绩增速时，为了使前后年份的数据可比，我们剔除了因上市时间较晚而在 11 年之前未披露业绩的公司

图 5：2011-2020H1 核心资产/指数的归母净利润增速



资料来源：WIND，东方证券研究所

优中选优，玻璃/玻纤行业景气上行

玻璃/玻纤是目前景气度更好的行业。在对投资标的进行筛选的过程中，我们首先对中观行业景气度进行了考量，试图找出未来更大概率能够走出来的好行业。通过对玻璃、玻纤、水泥、消费建材（包括防水、石膏板和管材）等细分行业的景气度走向进行梳理后，将其分为景气上行/走平/见顶三类，如下表所示，景气上行的行业是玻璃/玻纤，景气走平的行业是消费建材，景气见顶的行业是水泥。

表 5：建材主要细分行业的景气度分类

行业	上行	走平	见顶
玻璃	√		
玻纤	√		
水泥			√
防水		√	
石膏板		√	
管材		√	

资料来源：Wind，东方证券研究所

预计浮法玻璃 21 年在产产能相对 20 年底增加 2.7%。根据中国玻璃协会，预计 2021 年冷修/复产产能 12100/9950t/d，根据卓创资讯，预计 2021 年新点火产能 6700t/d，综合来看，预计到 21 年底在产产能将净增加 4550t/d，较 20 年底产能变动 2.7%。。

表 6：2013-2021 年浮法玻璃产能变动情况

	冷修停产产能 (t/d)	复产产能 (t/d)	新点火产能 (t/d)	净增产能 (t/d)	年初在产产能 (t/d)	同比增速
2013	5130	4450	22500	21820	123,710	17.64%
2014	21950	5100	16750	-100	145,530	-0.07%
2015	24390	10150	7100	-7140	145,430	-4.91%
2016	8430	13480	7200	12250	138,290	8.86%
2107	14730	8000	2700	-4030	150,540	-2.68%
2018	8000	10460	6130	8590	146,510	5.86%
2019	9230	10150	4165	5085	155,100	3.28%
2020	15150	14660	8530	8040	160,185	5.02%
2021E	12100	9950	6700	4550	168,225	2.70%

资料来源：玻璃协会，卓创资讯，东方证券研究所

表 7：2021 年计划新点火的生产线

地区	企业	生产线	日熔量 (t)	计划点火时间	备注
江苏	江苏苏华达新材料有限公司	新区二线	600	2021 年 3 月	老厂区搬迁项目
河南	河南省中联玻璃有限责任公司	二线	600	2021 年	退市入园

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

河南	河南安彩高科股份有限公司	一线	600	2021年4-5月	退市进园
福建	福建龙泰实业有限公司	一线	700	2021年	
贵州	毕节明钧玻璃股份有限公司	凯里一线	1200	2021年8月	
辽宁	凌源中玻(朝阳)新材料有限公司	凌源二线	900	2021年9月份	
辽宁	信义玻璃(营口)有限公司	营口三线	800	2021年底	
黑龙江	黑龙江佳星玻璃股份有限公司	新厂二线	600	2021Q1	

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

地产竣工推动下预计 21 年玻璃需求 YOY+10.51%。玻璃需求受地产竣工的影响较大，剔除掉疫情的极端影响后，我们认为本轮玻璃上行周期始于 2019 年，主要推动因素是 2015-2016 年地产新开工高峰逐步向竣工端传导，由于 20 年地产竣工面积仍为负增长，因此我们认为地产竣工高峰推迟带来 21 年持续性的需求将使景气向上周期得以延续。我们采用如下方法对 21 年玻璃需求进行预测：

- ① 历史竣工面积和玻璃产量来自统计局，地产需求在玻璃总产量中的占比来自卓创资讯，由此可以算出历年建筑玻璃用量以及单位面积玻璃用量；
- ② 21 年竣工面积的预测：市场 7 家研究机构对 21 年竣工面积增速的预测在 3%-15%之间，我们取平均数 8.7%；
- ③ 单位面积玻璃用量预测：近几年由于建筑开窗面积变大、多层玻璃普及程度提升等，单位面积的玻璃用量逐年提升，我们保守估计 21 年将与 20 年持平；
- ④ 地产需求占比玻璃总产量预测：由于 21 年部分超白浮法玻璃生产线转产光伏，因此我们预计建筑玻璃在浮法玻璃总产量中占比会小幅下降至 74%；
- ⑤ 根据竣工面积、单位面积玻璃用量以及地产需求占比预测数据，可以得到 21 年浮法玻璃产量为 10.45 亿重箱，YOY+10.51%。

表 8：21 年建筑浮法玻璃的用量预测

时间	竣工面积 (万平方米)	玻璃产量 (万重箱)	玻璃产量 YOY	单位面积玻璃用 量(重箱/平米)	建筑玻璃需求 量(万重箱)	地产需求占比玻 璃总产量
2016	106128	77403	4.79%	0.53	55730	72%
2017	101486	79024	2.09%	0.58	59268	75%
2018	93550	86864	9.92%	0.66	61673	71%
2019	95942	92670	6.68%	0.71	67649	73%
2020	91218	94572	2.05%	0.78	70929	75%
2021E	99154	104514	10.51%	0.78	77340	74%

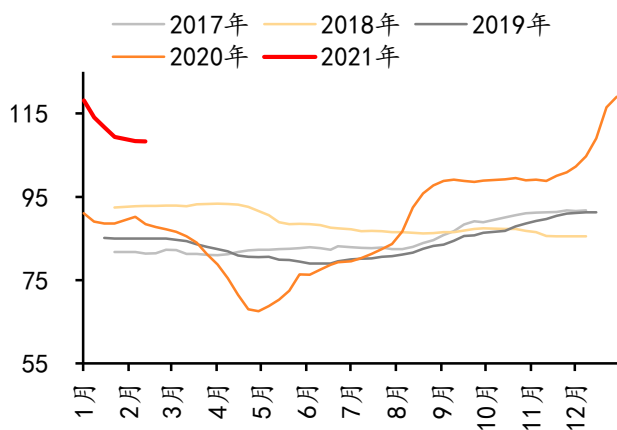
资料来源：Wind，统计局，卓创资讯，东方证券研究所

表 9：研究机构对于 21 年竣工面积增速的预测（不完全统计）

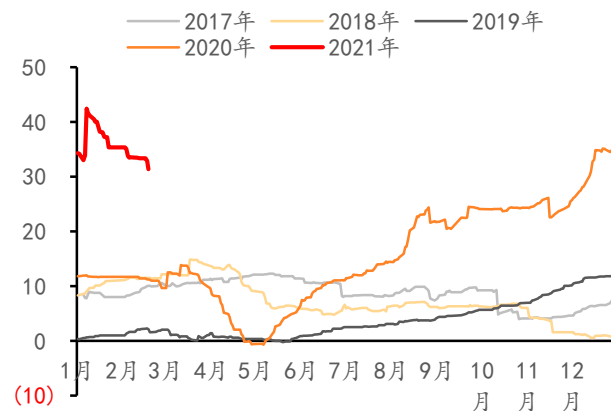
机构	竣工面积增速 (%)
西部证券	10
国盛证券	10-15
东北证券	7
克而瑞证券	10
国金证券	3
申万宏源	11.9
华安证券	6.5

资料来源：Wind，东方证券研究所

玻璃价格与盈利处于历史高位，看好 21 年玻璃继续高景气。截至 21 年 3 月初，全国浮法玻璃均价/盈利（以管道气为燃料）达到 108/31 元/重箱，较去年同期高出 20/19.6 元/重箱，一方面后续真实需求将逐步释放，下游贸易商/加工商的补库有望加速原片厂商库存去化，另一方面新的超白浮法转产光伏后带来建筑玻璃供给收缩，预计将推动价格继续上行。虽然近期纯碱等成本有所上涨，但原片厂商可通过贸易商调价部分向下游传导，在去年的低基数下我们认为 21 年玻璃行业将获得高盈利。

图 6：2017-2021 年全国浮法玻璃价格（元/重箱）


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 7：2017-2021 年以管道气为燃料的浮法玻璃盈利（元/重箱）


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

我们测算 21 年国内玻纤行业新增产能/产量约 51/51.4 万吨，分别较 20 年底产能/产量增长 9.1%/9.6%，仍维持有序增长。根据卓创资讯统计，预计 21 年国内玻纤行业年产能新增约 51 万吨至 614 万吨，YoY+9.1%，同时我们测算 2021 年国内玻纤行业产量新增 51.4 万吨至 588 万吨，YoY+9.6%。21 年玻纤行业产能仍维持相对有序增长，我们认为一方面由于玻纤价格处于下行期（2018.11-2020.08）近 22 个月，中小厂商一直处于亏损或微利状态，玻纤价格虽然在 20 年 9 月份开始有所上涨，但中小厂商受益行业景气时间相对较短，仍未获得足够的盈利以及融资能力，导

致扩产能力与意愿较弱；另一方面头部企业中国巨石/泰山玻纤凭借较强的盈利能力，在 20 年玻纤下行期中已分别有 26/10 万吨产能投放，因此在 21 年新增产能相对有序。

表 10：2020-2021 国内玻纤生产线变动表（万吨）

企业	产线	产品类型	状态	投产时间	新增产能	变动产量	年底在产产能	国内产量
2019 年合计							527	527
中国巨石	成都 2 线	无碱粗纱	关停	2020 年 2 月	-8	-6.7	0	
中国巨石	成都 3 线	无碱粗纱	关停	2020 年 2 月	-6	-5.0	0	
山东玻纤	格赛博 8 万吨	无碱粗纱	新建	2020 年 5 月	8	4.0	8	
泰山玻纤	F07 线 10 万吨	无碱粗纱	新建	2020 年 5 月	10	5.0	10	
中国巨石	桐乡智能制造 2 线	无碱粗纱	新建	2020 年 6 月	15	6.25	15	
中国巨石	成都智能线 1 号线	无碱粗纱	新建	2020 年 7 月	13	4.3	12	
中国巨石	成都智能线 2 号线	无碱粗纱	新建	2020 年 9 月	12	3.0	13	
OC	余杭 8 万吨产线	无碱粗纱	冷修	2020 年 11 月	-8	-1.3	0	
2020 年合计					36	9.6	563	536.6
OC	余杭 8 万吨产线	无碱粗纱	点火	预计 2 月	8	6.0	8	
金牛玻纤	玻纤池窑线 3 线	无碱粗纱	置换	预计 21Q1	0	0.0	10	
重庆国际	玻纤池窑 6 万吨	无碱粗纱	新建	预计 5 月底	6	3.0	6	
长海股份	3 线 10 万吨	无碱粗纱	新建	预计 21Q2	10	5.00	10	
中国巨石	桐乡智能线 3 线	无碱粗纱	新建	预计 21Q2	15	7.50	15	
中国巨石	桐乡电子纱二期	电子纱	新建	预计 6 月	6	3	6	
泰山玻纤	邹城 6 万吨电子线	电子纱	新建	预计 21Q4	6	0.50	6	
2021 年合计					51	25.0	614	588.0

数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

注：T+1 年年末在产产能=T 年年末在产产能+新增产能；T+1 年产量=T 年年末在产产能+变动产量

预计 21 年需求端大部分子行业维持正增长，风电板块有所下滑。根据东方证券宏观团队预计，21 年基建增速有望维持 3%。受益于 5G/服务器行业的蓬勃发展，根据 PrismaMark 预测，20/21 年中国 PCB 产值增速分别为 4.9%/5.6%。受疫情影响，2020 年汽车累计产量 YoY-1.4%，我们认为随着经济的逐渐复苏，21 年汽车产量有望恢复性增长，根据上汽通用预计，21 年汽车产量同比增速有望达 7%。根据国家统计局，2020 年工业增加值累计 YoY+2.8%，随着经济的逐渐复苏，预计 21 年工业增加值增速约 3%。预计 20/21 年管道维持 3% 左右的稳定增长。环保板块中，玻纤主要应用于风电领域，根据国家能源局统计，20 年国内新增风电装机 71.67GW，YoY+178%，主要由于“风电抢装”。根据玻纤工业协会预测，21 年风电用玻纤纱需求下滑约 20%。

我们测算 21 年国内玻纤总需求（出口+内销）有望达 603 万吨，YoY+4.9%，需求量仍超过供给量，玻纤行业景气向上。并非供给增速超过需求增速，就代表景气度下行，需要看供给和需求的绝对量。根据卓创资讯，2019 年玻纤出口/内销分别约 157/370 万吨，20 年受疫情影响，测算全年出口量约 137 万吨，YoY-13.1%。假设 21 年海外需求恢复至 2019 年水平，测算 21 年出口增速有望达 15.0%。根据玻纤工业协会，2018 年内销玻纤纱中，建筑/电子器件/交通/管道/工业/环保占比分别为 34%/21%16%/11%/10%/8%，假设 19 年内销玻纤纱下游各领域占比与 18 年持平。由于玻纤属

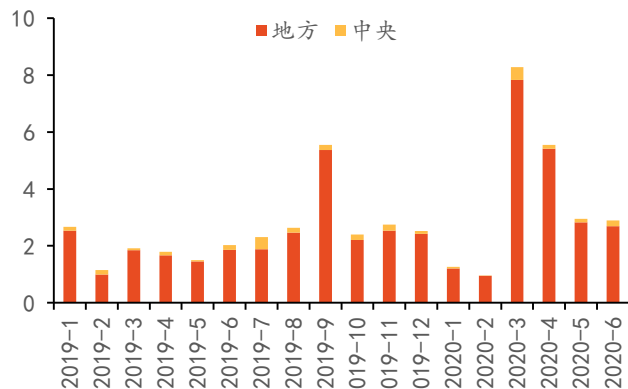
于替代材料，在各领域的渗透率不断提升，参考全球玻纤增速为工业增加值增速 1.6 倍，我们假设在建筑/电子器件/交通/管道/工业领域中，玻纤需求增速为各领域合计需求增速的 1.6 倍。

表 11：2019-2021 年国内玻纤需求预测表

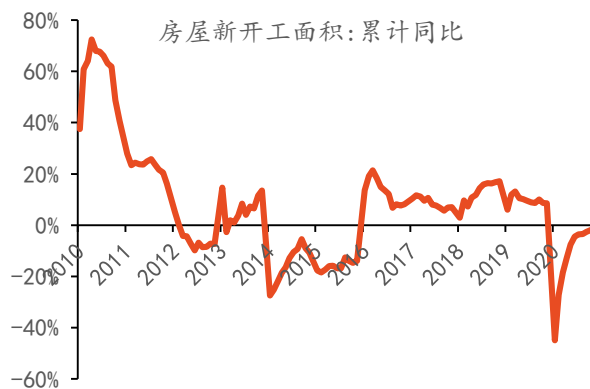
	2019	20E	21E	备注
总需求	527	575	603	测算 20/21 年国内玻纤总需求（出口+内销）分别达 575/603 万吨，YoY+9.1%/4.9%
出口	157	137	157	假设 21 年海外需求恢复至 2019 年水平，预计 21 年增速 15.0%
内销	370	438	446	测算 20/21 年增速+18.5%/1.8%
内销增速		18.5%	1.8%	考虑到玻纤渗透率提升，玻纤需求增速为建筑/电子器件/交通/管道/工业领域合计需求增速的 1.6 倍。综合各领域玻纤需求量，测算 20/21 年内销增速+18.5%/1.8%
建筑增速		3.4%	3.0%	预计 21 年基建增速 3%
电器增速		4.9%	5.6%	假设 20/21 年电子器件增速和中国 PCB 产值增速一致分别为+4.9%/5.6%
交通增速		-1.4%	7.0%	预计 21 年交通增速和汽车增速相同为 7%
管道增速		3.0%	3.0%	预计 20/21 年管道增速分别为+3.0%/3.0%
工业增速		2.8%	3.0%	预计 21 年工业增速分别为 3.0%
环保增速		178.0%	-20%	预计 20/21 年风电用玻纤纱增速分别为 178%/-20%

数据来源：Wind，卓创资讯，玻纤工业协会，东方证券研究所

从中期维度看，水泥行业景气度见顶。随着地产行业“三条红线”的执行，我们认为 21 年地产端需求有所承压，但考虑到 20 年大量申报的基建项目将在 21 年进入实质性建设阶段，基建端对水泥需求仍有拉动，根据全国投资项目在线审批监管平台，20H1 基建项目申报金额达 21.9 万亿，YoY+97.9%。综合考虑地产/基建影响，我们认为 21 年水泥需求韧性仍有望维持，行业盈利水平仍能保持在高位。从未来 2-3 年维度来看，“房住不炒”的趋势有望延续，不排除地产新开工面积下滑带来地产投资增速下滑，根据国家统计局，截至 20 年底，房屋新开工面积累计增速-1.2%。此外，城镇化率步入缓慢增长期，基建投资增速逐步放缓，对水泥拉动力度边际减弱，不排除水泥行业需求有所下滑，水泥行业盈利水平随之下降。

图 8：2019.1-2020.6 基建项目各主体申报金额（万亿）


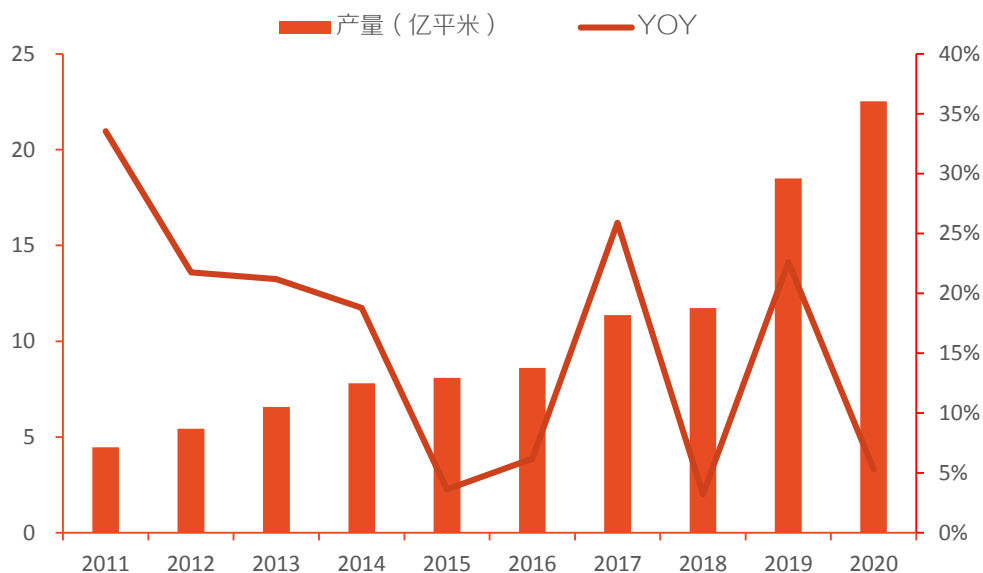
数据来源：全国投资项目在线审批监管平台，东方证券研究所

图 9：2010.2-2020.12 房屋新开工面积累计增速（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

防水：高增长阶段已过，未来中枢增速或保持个位数。由于防水行业缺乏高频的跟踪指标，我们选取统计局公布的防水卷材年产量数据来分析行业的景气度。从历史上看，行业产量增长最快的阶段是 2009-2010 年，我们判断这段时期的高增长主要受益于“四万亿”投资计划拉动的大规模基础设施建设，特别是高铁等领域对防水的需求呈现爆发式释放；此后基建降温、防水产量增速也明显放缓，2017 年以及 2019 年增速有所提升我们认为主要是由于地产新开工拉动以及规模以上企业统计口径的改变。2020 年根据统计局口径的产量增速仅为 5.32%，我们认为未来地产和基建项目继续大规模拉动需求的情况基本不太可能出现，需求的增长主要依靠提标带动单位面积用量的增加以及厂房屋顶等新式应用场景的普及，这一过程可能是缓慢但可持续的，因此预计产量或将保持个位数的稳健增长。

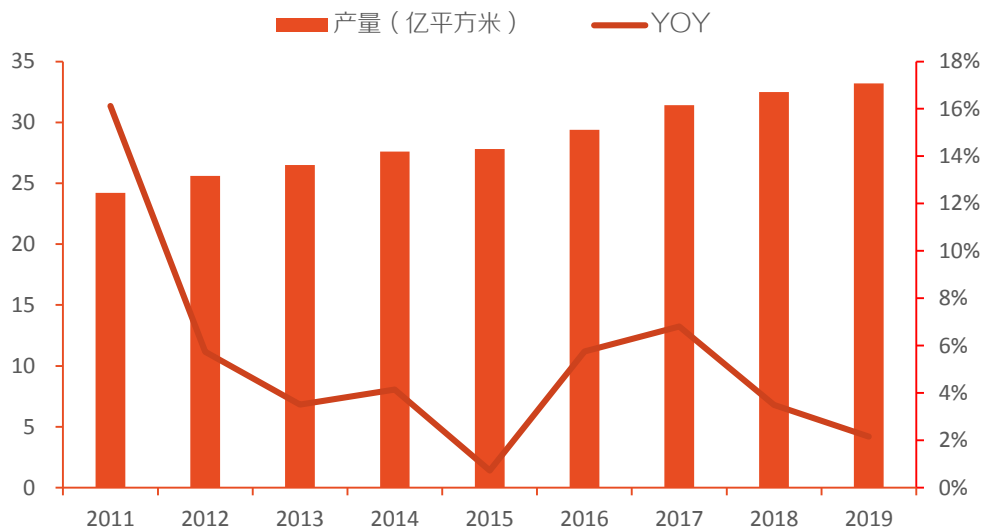
图 10：2011-2020 年规模以上企业防水卷材产量



资料来源：统计局，东方证券研究所

石膏板：连续 8 年个位数增长，行业天花板仍有待突破。与防水类似，我们通过产量来判断石膏板行业的景气度，从历史上看，石膏板产量快速增长的时期在 2006 年之前以及 2009-2010 年，主要得益于石膏板在装饰市场中的渗透率快速提升以及经济危机后大规模投资的需求拉动。从 2012 年开始，石膏板产量增速逐渐放缓至个位数并持续至今，我们认为主要由于传统公装市场需求趋向饱和和同时另一方面在住宅领域的普及程度还不高（目前大部分石膏板在住宅中主要用于吊顶），因此未来行业天花板要突破的话必须要将应用场景拓宽，例如装配式住宅的发展是推广石膏板隔墙的一个契机，但考虑到装配式建筑本身在全国普及都是一个周期较长的过程，因此我们预计未来石膏板的需求应该也会是一个平稳的低速增长。

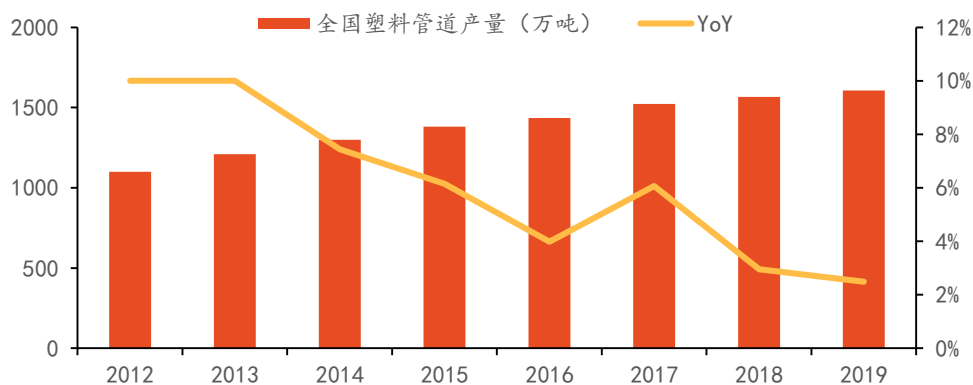
图 11: 2011-2019 年石膏板产量



资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会，东方证券研究所

管道行业景气度持平。我们用全国塑料管道产量作为判断管道行业景气度的指标，主要考虑到管道受原材料价格波动影响较大，行业主要采用成本加成法定价，因此价格波动并不能完全反应供需情况。而拉长看，管道产量接近管道需求量，因此管道产量可以反应整体需求情况。2012 年后，全国管道产量增速逐渐放缓，我们认为主要由于下游地产/基建增速逐渐放缓。展望未来 2-3 年，下游地产端需求在“房住不炒”的政策下保持平稳增长，基建增速继续放缓，我们认为管道行业逐渐进入平稳增长期，行业景气度持平。

图 12: 2012-2019 年全国塑料管道产量（万吨）



数据来源：中塑协，东方证券研究所

结合上述的分析，如果单纯从行业景气度这个维度进行考量，无疑景气度上行的行业龙头（中国巨石和旗滨集团）是最具备投资价值的，但现实中我们还需要考虑好公司是否便宜的问题，即估值是另外一个需要考虑的重要维度。传统上大家都希望买到低估的好公司，估值安全边际的意义正是在

于能够以较低的风险博取较高的收益，但在目前的市场风格下，安全边际的重要性究竟有多大？这就是我们接下来要探讨的话题。

估值分位参考意义降低

我们在选股策略上另外一个主要参考指标是估值的角度，即对主要龙头公司进行纵向估值比较，在时间维度的选取上，我们希望尽可能囊括一个完整的估值变动周期，考虑到 2016 年是建材行业供给侧改革的起始之年，相关政策的出台促进了行业落后产能出清、加速集中度提升，对当前行业格局的塑造起到了关键作用，因此我们将 2016 年作为估值回溯的起点，到当前时点也有 5 年的时间长度。

表 12：2016 年建材行业供给侧改革的主要政策

时间	法律法规名称	发布单位	涉及内容概要
2016 年 1 月	《建材行业推进供给侧结构性改革实施方案》	建材联合会	“去产能”、“补短板”和加强行业自律，推进供给侧结构性改革
2016 年 3 月	《2016 年工业节能监察重点工作计划》	工信部	将在水泥、平板玻璃、陶瓷、化工、钢铁、电解铝等行业，督查能耗限额标准的执行情况
2016 年 5 月	《关于促进建材行业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅	化解水泥、平板玻璃行业过剩产能，加快建材工业转型升级，促进建材企业降本增效实现脱困发展，通过多种形式压减过剩产能
2016 年 8 月	《建材工业“十三五”发展指导意见》	中国建筑材料联合会	确定了结构调整、去产能补短板、经营质量效益、节能减排绿色发展和企业兼并重组的发展目标
2016 年 12 月	国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知	国务院	水泥、平板玻璃、钢铁、煤炭等行业实行产能等量或减量置换，推进平板玻璃行业“煤改气”，“煤改电”。
2016 年 2 月	《关于推进建筑防水行业供给侧结构性改革的若干意见》	中国建筑防水协会	打击假冒伪劣和非标生产，继续实施证后监管；制定淘汰落后目录，制定联盟或团体标准，提高行业准入门槛；推动防水行业大气污染物排放标准的制定，通过节能、环保等手段淘汰落后产能；扶优扶强，推动行业整合

资料来源：环保部，工信部，质检总局，国务院，东方证券研究所

从 1-5 年的时间维度上看，海螺水泥的估值分位相对较低，其余龙头的估值分位均偏高。为了使纵向的 PE 估值具备可比性，我们采用如下方法计算：每日的 PE 等于收盘后的总市值除以当年报表的归母净利润，若当年的报表还未披露（如 20/21 年），则采用我们团队预测的归母净利润或 wind 一致预期数据。通过将各细分行业龙头在过去 1/3/5 年时间维度上的估值分位水平进行比较，我们发现信义玻璃和海螺水泥分别处于估值的高低两端，信义玻璃过去 5 年的维度上已经处于 97% 的估值新高位置，而海螺水泥的估值分位则明显较低。另外需要注意的是，由于中国巨石 20 年业绩有所下滑因此计算出来的历史估值相对偏高，所以实际上中国巨石在过去 1 年的估值分位水平应该比我们在表中列出的数值更高；北新建材同理，由于 19 年计提大额诉讼费用后业绩大幅下滑，因此在过去 3 年的估值分位水平与实际相比也是偏低的。如果将 80% 分位以上归类为较高的估值水平，并考虑了上述个别的业绩特殊情况后，我们发现东方雨虹/北新建材/中国联塑/中国巨石

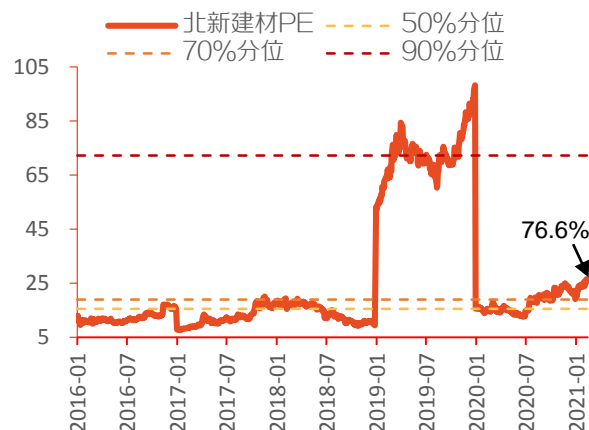
旗滨集团/信义玻璃/伟星新材在 1/3/5 年上至少有一个时间段是处于历史高位的，仅有海螺水泥的估值在三个时间维度上都处于相对较低的水平。

图 13: 2016-2021 年东方雨虹的 PE 估值



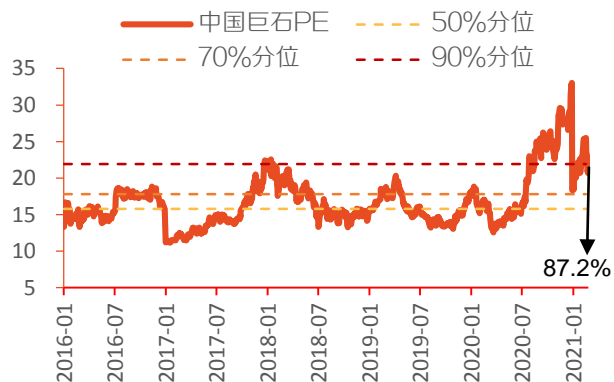
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 14: 2016-2021 年北新建材的 PE 估值



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 15: 2016-2021 年中国巨石的 PE 估值



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 16: 2016-2021 年中国联塑的 PE 估值



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 17: 2016-2021 年海螺水泥的 PE 估值



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 2016-2021 年旗滨集团的 PE 估值



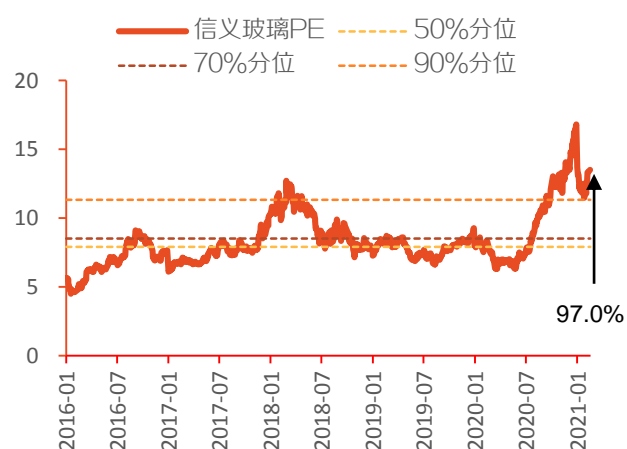
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 19: 2016-2021 年伟星新材的 PE 估值



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 20: 2016-2021 年信义玻璃的 PE 估值



资料来源: Wind, 东方证券研究所

表 13: 行业龙头公司当前估值在过去 1/3/5 年内所处的分位值

公司	收盘价 (2021/02/26)	EPS (21E)	PE	过去 1 年 分位值	过去 3 年 分位值	过去 5 年 分位值
东方雨虹	47.23	1.8	26.24	67.90%	88.50%	87.60%
北新建材	48.36	2.1	23.03	80.60%	59.90%	76.60%
中国巨石	22.45	1.09	20.60	48.60%	81.80%	87.20%
中国联塑	14.34	1.23	11.66	59.80%	86.50%	92.10%
海螺水泥	53.34	6.74	7.91	32.20%	75.30%	57.50%

旗滨集团	14.75	1.16	12.72	81.60%	89.60%	87.10%
伟星新材	18.5700	0.75	24.76	75.00%	72.50%	83.20%
信义玻璃	21.7000	1.64	13.23	86.60%	95.10%	97.00%

资料来源：Wind，东方证券研究所

二线标的估值分位大多在 50%以下，相较行业龙头具备更高的安全边际。我们在各细分行业中选取了 1-2 家二线标的，从 5 年的时间维度来看，二线标的中仅有华新水泥和苏博特的估值分位值在 50%以上，其余大多在 50%以下甚至更低。因此对比行业龙头来看，二线标的估值无疑安全边际更高。我们认为，一线和二线估值差距不断拉大这样极端的市场风格不会长时间延续，因此未来质地较好的低估值二线标的有可能会迎来估值修复的机会。

图 21：2016-2021 年华新水泥的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 22：2016-2021 年塔牌集团的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 23：2016-2021 年长海股份的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 24：2016-2021 年中材科技的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 25：2016-2021 年永高股份的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 26：2016-2021 年东宏股份的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 27：2016-2021 年科顺股份的 PE 估值

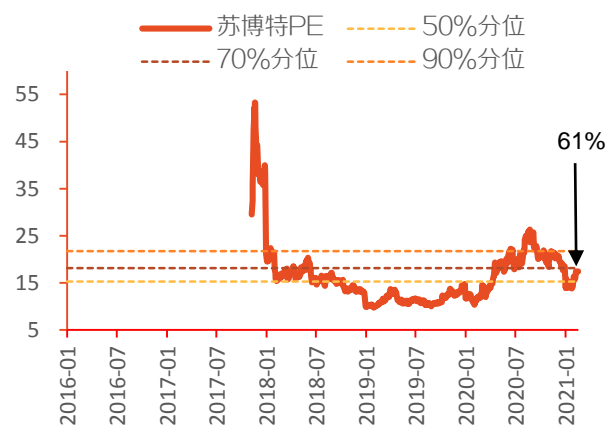

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 28：2016-2021 年凯伦股份的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

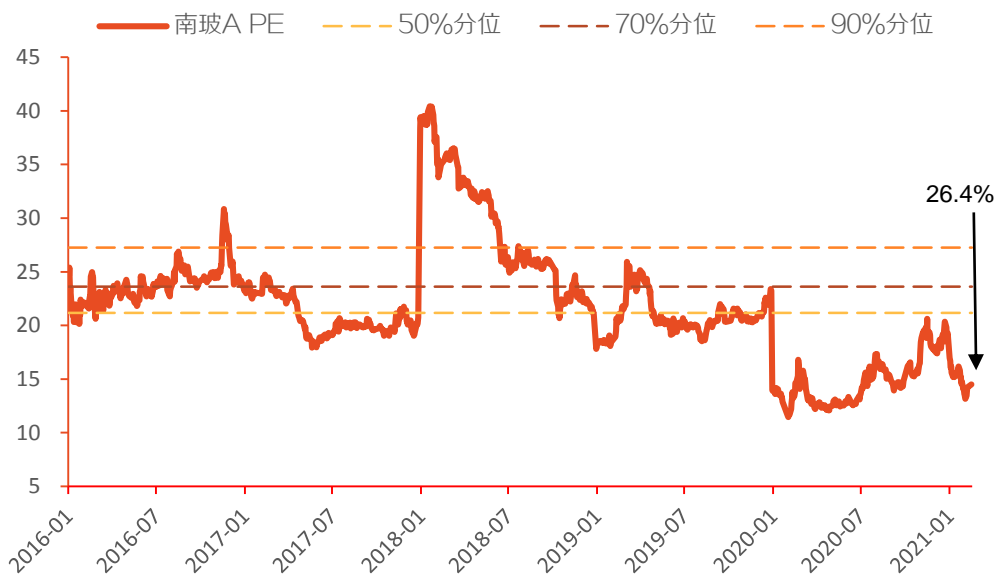
图 29：2016-2021 年兔宝宝的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 30：2016-2021 年苏博特的 PE 估值


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 31：2016-2021 年南玻 A 的 PE 估值



资料来源：wind，东方证券研究所

表 14：各行业二线公司当前估值在过去 1/3/5 年内所处的分位值

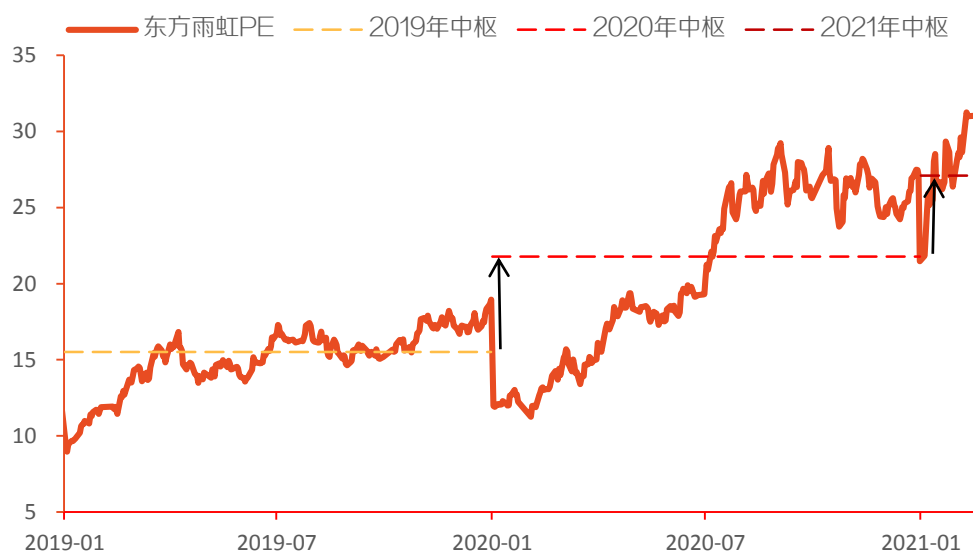
公司	收盘价 (2021/02/26)	EPS (21E)	PE	过去 1 年 分位值	过去 3 年 分位值	过去 5 年 分位值
华新水泥	22.39	3.42	6.55	17.90%	69.60%	52.60%
长海股份	18.33	1.13	16.22	40.20%	57.00%	34.70%
中材科技	22.78	1.46	15.60	65.00%	76.80%	46.80%
永高股份	6.43	0.73	8.81	21.00%	17.50%	10.70%
科顺股份	24.03	1.78	13.50	31.60%	12.10%	12.10%
凯伦股份	37.96	2.75	13.80	17.30%	6.20%	5.80%
苏博特	27.76	1.68	16.52	34.70%	63.90%	61.00%
兔宝宝	10.54	0.75	14.05	24.10%	42.60%	25.90%
东宏股份	14.63	1.54	9.50	37.10%	13.30%	12.60%
南玻 A	6.52	0.34	19.18	94.40%	38.40%	26.40%
塔牌集团	12.56	1.92	6.54	11.50%	4.10%	2.50%

资料来源：Wind，东方证券研究所

如何看待龙头估值的天花板？估值体系转变后安全边际的参考意义可能会削弱。根据上述的比较，如果纯粹从估值的高低来考虑，龙头公司中似乎仅有海螺水泥是具备一定安全边际的，但这样并不能很好地解释东方雨虹在 5 年内估值持续创新高的原因，所以我们需要引出这么一个话题：估值的天花板。传统上市场对于建材企业都是按照周期股的逻辑进行估值，因此一般估值都是可以明显看到天花板的，但是近几年部分企业已经从传统周期的估值体系中走出来，不断突破了原来的估值天

花板，即市场的定价中赋予了这些公司更多成长属性的逻辑。对于这些偏成长的龙头股，我们或许应该放下在传统估值体系中对安全边际的过分执着，更多地从公司本身的业务、战略等微观层面去挖潜，这就是接下来我们需要探讨的。

图 32：2019 年至今东方雨虹每年的估值中枢不断抬升



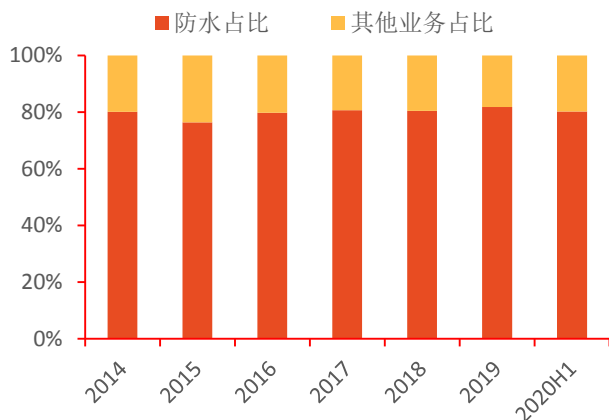
资料来源：wind，东方证券研究所

核心资产估值中枢提升，抗风险能力不断强化

东方雨虹凭借渠道优势实现品类扩张，抵御传统业务放缓的风险。东方雨虹是国内最大的防水材料企业，但上市之后公司就已经开始布局非防水业务，一方面通过内生增长(如自建新材料生产线)，另一方面在外延并购上也颇为成功，2011 年公司收购江苏卧牛山并逐步将其打造为全国最大的保温材料生产企业；2016 年收购欧洲前五建筑涂料生产商 DAW 的亚洲代理权，创立“德爱威”涂料品牌。公司依托于防水主业的深耕细作已形成强大的集采大客户资源及遍布全国的经销合伙人，渠道优势助力公司新产品快速打入市场，近几年新业务的占比一直稳定保持在 20% 左右，并且从 2017 年开始公司的防水业务收入增长开始放缓，而新业务则一直保持 20% 以上的较快增速。2016 年至今公司涨幅达 745%，跑赢沪深 300/建材(申万)指数 678/682pct，在防水主业成长性下降的情况下公司依然实现了惊人的超额收益，我们认为最主要得益于新业务的快速成长贡献了稳定业绩增量，特别是在 2015 年和 2020 年由于防水行业需求放缓、公司防水业务收入增速降至个位数，其他业务在这两年则实现了 26%/32% 的快增长，较好地抵御了防水业绩波动的风险。

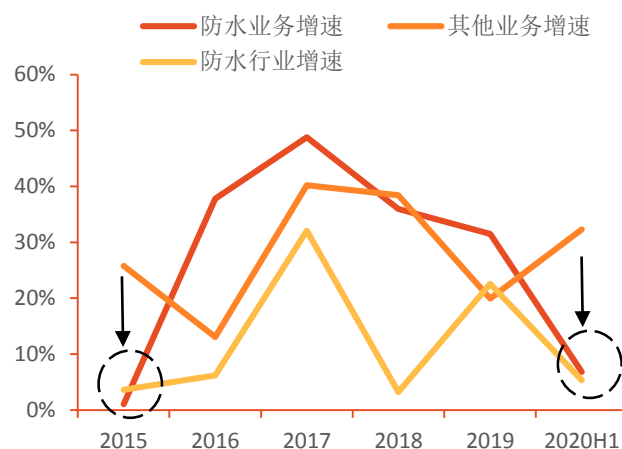
向平台类公司迈进，进一步提高成长天花板。根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院、中国房地产测评中心共同发布的“2020 年度中国房地产 500 强首选品牌”榜单，东方雨虹共有 5 个子品牌入围，其中防水、保温、高端水性涂料和硅藻泥施工材料 4 个子品类上的品牌首选率排名第

一。公司从以专业化的防水系统综合服务为基础，成功延伸至节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑涂料、建筑修缮、建筑粉料等其他品类，近期公司 80 亿定增获证监会核准，全国各地的募投项目也在加快推进，项目建成后将扩大传统防水业务的区域市场布局、提升规模效应，同时进一步拓宽赛道，利用公司平台资源协同性，未来有望实现建材系统一体化服务。

图 33: 2015-2020H1 东方雨虹的防水和其他业务收入占比


资料来源: Wind, 东方证券研究所

注: 防水业务包括防水卷材和防水涂料

图 34: 2015-2020H1 东方雨虹防水/其他业务收入与防水行业增速对比


资料来源: Wind, 东方证券研究所

表 15: “2020 年度中国房地产 500 强首选品牌” 榜单中东方雨虹入围的子品牌

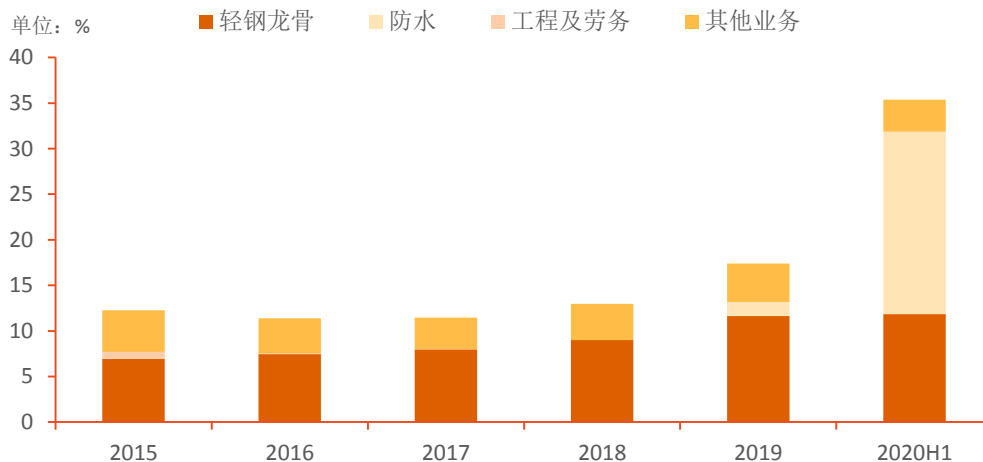
品类	品牌名称	品牌首选率	排名
防水材料类	东方雨虹	36%	1
保温材料类	卧牛山节能	18%	1
硅藻泥施工材料	洛迪 1813	18%	1
高端水性涂料	德爱威	15%	1
瓷砖胶类	华砂砂浆	10%	4

资料来源: 中新网, 东方证券研究所

北新建材大力拓展以防水/龙骨为主的非石膏板业务，未来有望与石膏板并驾齐驱。近几年北新建材以内生外延并举的方式发展非石膏板业务，其中龙骨业务是公司原有的业务，之前由于与石膏板的配套率低、发展缓慢，2018 年公司提出龙骨配套率 80% 的远期发展目标，通过与石膏板共享渠道大力培育龙骨业务，15-19 年龙骨收入 CAGR+31.25%；防水业务则通过收购实现了从无到有，19 年以来相继收购蜀羊、禹王、金拇指、上海台安等区域龙头防水企业，跻身行业前三，在目前已有的 10 大防水产业基地基础上，公司规划十四五期间新建 30 个防水材料产业基地，依托公司的市场资源和资金实力，防水业务有望取得高质量发展。随着收购防水子公司并表以及龙骨的快速成长，

到 20H1 公司非石膏板业务占比已达到 35.39%，此外公司还规划拓展涂料等新业务，这些业务未来有望共同构成公司的半壁江山，助力公司向综合性建材集团转型。

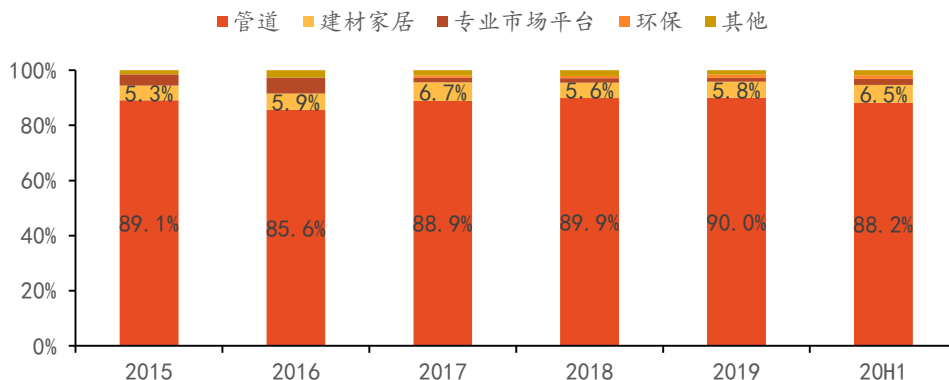
图 35: 2015-2020H1 北新建材的非石膏板业务的占比



资料来源: wind, 东方证券研究所

中国联塑依托现有渠道网络进行品类扩张，打开盈利增长空间，提升估值中枢。中国联塑除了将主业管道及管件继续做大做强，还不断开拓建材家居/专业市场平台/环保等业务。借助管道业务建立的渠道网络，中国联塑建材家居业务收入占比从 2015 年 5.3% 提升至 20H1 的 6.5%。考虑到公司建材家居业务模式逐渐成熟，盈利逐渐提升，预计未来 2-3 年建材家居业务每年增速在 30% 左右，收入占比有望继续提升。从中国联塑股价表现来看，2019 年后中国联塑明显跑赢沪深 300/中信建材指数，我们判断一是由于 2018 年开始公司分红率不断提升，二是由于公司建材家居业务占比不断提升，公司品类扩张逻辑逐步兑现，打开了盈利增长空间，提升了整体估值中枢。

图 36: 2015-20H1 中国联塑收入结构 (%)



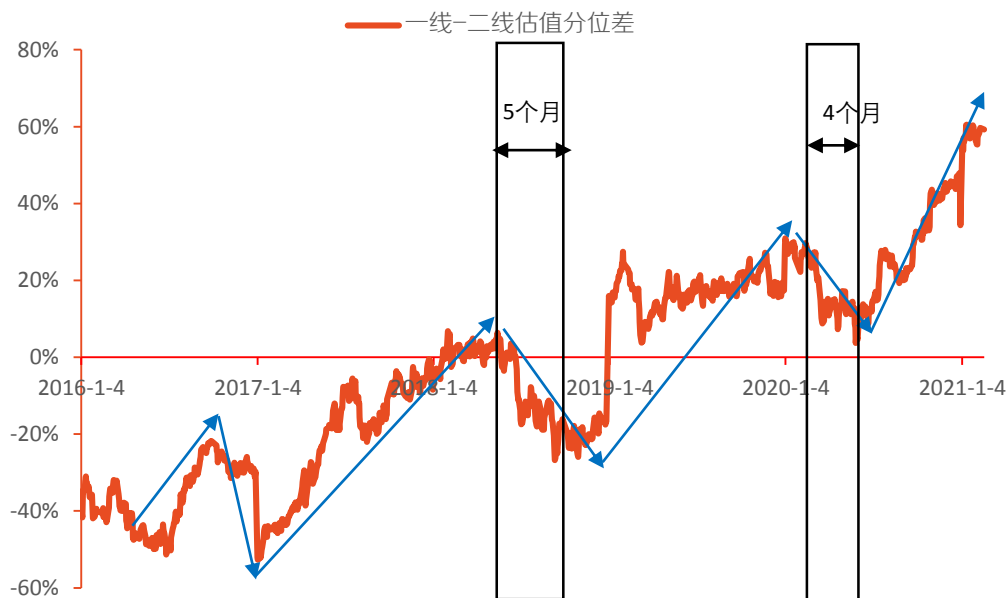
数据来源: 中国联塑推介材料, 东方证券研究所

基于 PEG 的选股策略

短期看，在目前的高估值下核心资产还能够一直跑赢市场吗？前面几章我们从长周期的角度探讨了核心资产超额收益和高估值的来源，而且我们认为长期看核心资产一定还会是强势品种，但如果把视野放到相对较短的时间维度上（例如以月度为考量），始终抱紧龙头这样的策略是否会有失效的时候？这个问题在市场风格切换声音渐强的当下显得尤为重要，本章将从这个问题出发，以历史规律做参照，并结合当下的情况，提出更适合目前市场环境和估值水平的二线选股策略。

过去 5 年内，一线与二线标的的估值分位差整体趋势在不断扩大，但仍有 15% 的时间段内是趋势性收敛的。我们将建材行业一线与二线标的的分别等权重后构建两个投资组合，并观察一线组合和二线组合 2016 年至今的估值分位差曲线，曲线上升说明估值差在扩大，反之则说明估值差收敛。若不考虑短时间以及小幅的波动，我们可以大致把 5 年内的走势分成 3 个半周期，其中三个完整的周期分别是 2016/01-2017/01、2017/02-2018/10 以及 2018/11-2020/05，还有半个上行周期是 2020/06-至今，可以很明显地看到每个周期的高点位置均比上一个周期有所抬升，即估值差呈现周期波动向上的趋势；此外，在统计的 61 个月份中，有 9 个月估值差是明显趋势性收敛的（其中 2016/01-2017/01 这个周期中的估值差下降主要发生在跨年估值切换的时候，因此我们不算入趋势性收敛的时间段内），占比约 15%。总的来说，我们认为一线和二线标的的估值差异虽然长期是不断拉大，但从过去的周期来看阶段性收敛也是大概率事件，而且收敛持续的时间长度基本都在 4-5 个月左右。

图 37：2016-2021 年建材行业一线和二线标的的估值分位差的周期波动分析



资料来源：wind，东方证券研究所

目前估值分位差偏离历史回归线上方程度较大，预计未来有可能向回归线靠拢收敛。将 2016 年至今的估值分位差进行线性回归，得到的回归线相关系数 $R^2=0.85$ ，相关性较强，而且历史上估值分位差也基本沿着回归线进行上下波动，因此我们近似将回归线作为估值分位差的中枢位置，如果估

值分位差实际点位在回归线上方，我们认为此时估值分位差应该处于相对的高位，历史上估值分位差向上偏离回归线程度最大的时点发生在 2019/02/01，偏离值达到 20pct，而目前（2021/02/26）估值分位差也达到了一个阶段性高点，较回归线的偏离程度为 19pct，仅次于 19 年的高位，因此我们认为未来估值分位差有向回归线靠拢收敛的趋势，这意味着我们可能要对高估值的一线标的提高一些警惕了。

图 38：2016-2021 年建材行业一线和二线标的的估值分位差的回归分析



资料来源：wind，东方证券研究所

在 18/20 年估值差异收敛的周期中，低 PEG 的二线投资组合表现较好，超额收益分别达 35%/65%。在过去三轮估值轮动周期中，由于第一轮（2016/01-2017/01）期间较多二线标的仍未上市，因此我们选择最近两轮周期中估值差异收敛的时间段（即 2018/05-2018/09 以及 2020/02-2020/05）进行回测，按照 18/20 年初时各二线标的的 PEG 估值进行排序，并排除掉因业绩下滑而产生的负 PEG 标的，我们在 18 年选取的二线投资组合是华新水泥/塔牌集团/苏博特（等权重），在 20 年选取的二线投资组合是科顺股份/凯伦股份/永高股份（等权重）。从回测结果来看，两个时间段内的二线投资组合基本全程跑赢了指数，最终的累计超额收益分别达到 35%/65%。

表 16：主要二线标的在 18 年/20 年初的 PEG 排序

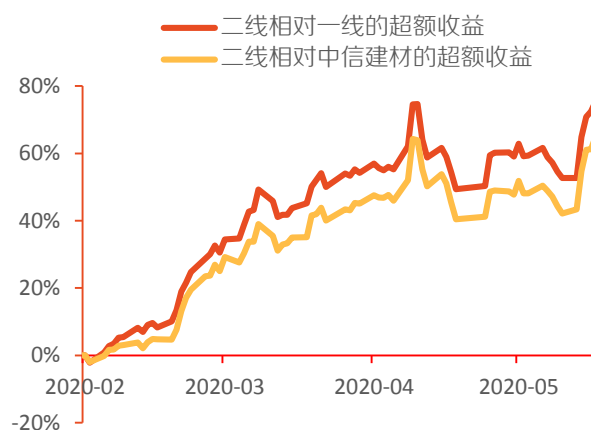
公司	PEG(20)	公司	PEG (18)
华新水泥	-0.72	兔宝宝	-3.53
科顺股份	0.07	科顺股份	-3.17
凯伦股份	0.12	南玻 A	-0.85
永高股份	0.13	华新水泥	0.03
东宏股份	0.14	塔牌集团	0.06

中材科技	0.19	苏博特	0.21
南玻 A	0.21	长海股份	0.73
塔牌集团	0.36	永高股份	0.76
苏博特	0.52	凯伦股份	0.82
长海股份	4.37	东宏股份	0.99
兔宝宝	5.17	中材科技	1.07

资料来源：WIND，东方证券研究所

图 39：2018/05-2018/09 采用 PEG 策略选择的二线组合获得的超额收益情况


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 40：2020/02-2020/05 采用 PEG 策略选择的二线组合获得的超额收益情况


资料来源：Wind，东方证券研究所

按照过去周期演绎规律推断未来估值差异或有所收敛,我们认为低 PEG 的二线标的可能胜率较大。从 20 年 6 月至今,在机构抱团龙头风格越演越烈的情况下,一线标的相对二线的估值差异持续拉大。类似的白马行情在 2017 年就曾经发生过,而且从过去的几次周期轮动的规律中,可以发现一线相对二线的估值差异在拉大到一定程度后(即靠近历史警戒线)总会有所回调,而当前的估值差异警戒线已经比较接近了,因此我们预计未来二线标的在估值差异收敛后可能会有相对较好的表现。我们认为市场风格如果发生切换,具备高业绩弹性的公司可能会具备更大的向上空间,因此我们根据 21 年 PEG 估值对主要二线标的由低到高进行排序后,从中选取靠前的几个标的作为我们的优选推荐组合。

表 17：主要二线标的在 21 年的 PEG 排序

公司	PE(21E)	业绩增速(21E, %)	PEG
凯伦股份	15.01	67.90	0.22
华新水泥	5.85	25.41	0.23
长海股份	17.66	54.10	0.33
兔宝宝	14.49	44.20	0.33

东宏股份	9.94	23.59	0.42
苏博特	17.38	34.80	0.50
科顺股份	15.62	27.70	0.56
永高股份	9.18	16.03	0.57
塔牌集团	6.77	10.02	0.68
中材科技	16.77	15.96	1.05
南玻 A	19.76	17.86	1.11

资料来源：WIND，东方证券研究所

注：PE 采用 2 月 26 日当天收盘价进行计算，业绩采用东方建材团队的预测值或 wind 一致预期

投资建议

二线标的重点推荐凯伦股份、长海股份、苏博特。过去 5 年内，虽然一线与二线标的的估值分位差整体趋势在不断扩大，但仍有 15% 的时间段内是收敛的，我们认为未来估值差或存在收敛的阶段性机会。我们从 PEG 估值的角度，认为业绩弹性较大的二线标的胜率较大、未来可能会有更高的 α ，结合当前 PEG 相对排序以及公司基本面情况后，我们推荐高分子防水龙头凯伦股份、玻纤制品细分领域龙头长海股份以及减水剂龙头苏博特。

核心资产重点推荐旗滨集团、中国巨石、东方雨虹、北新建材。历史回顾来看，由建材细分行业龙头构成的核心资产组合近几年大部分时间段内均跑赢指数，特别是 19 年以来的业绩和估值双升带来了显著的超额收益。对于核心资产的策略上，我们主要从以下维度考虑：1) 行业景气度方面，我们预计玻璃/玻纤行业的高景气度有望延续，重点推荐玻璃龙头旗滨集团、玻纤龙头中国巨石；2) 经营与战略方面，消费建材龙头借助传统业务的渠道和资源优势开展跨界经营、提升成长天花板，抗风险能力增强，推动估值中枢不断抬升，重点推荐防水龙头东方雨虹、石膏板龙头北新建材。

风险提示

龙头估值偏高的风险。目前不论从横向还是纵向比较来看，部分细分行业的龙头估值均是处于高位的，这其中既有公司基本面更加健康稳健的客观因素，也有市场风格和情绪推动的人为因素，由于这些估值较高的龙头相对缺乏安全边际，未来若风格转变或业绩出现波动等情况可能会导致股价回调。

房地产/基建投资不及预期。建材行业的需求大部分来自房地产/基建投资的拉动，我们对于未来投资主要是一个偏稳的预期，对建材需求至少是可以保证托底的，但如果投资出现了超预期的下滑，可能会使行业的景气度趋向恶化。

短期业绩波动风险。我们推荐的标的虽然具备一定的业绩确定性，但由于 1) 部分公司未来新业务的开拓上可能需要较多费用支出，对盈利产生影响；2) 高估值下市场对公司业绩给予了过高的预期，超出了公司的能力和目标；3) 原材料等成本的超预期波动影响盈利能力。这些因素可能会导致短期内业绩出现不及市场预期的现象。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有旗滨集团(601636)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn