

建筑材料

证券研究报告
2021年05月11日

2020 年报及 2021 一季报总结点评

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:新开工需求或边际回落,竣工端高景气有望延续》2021-05-05
- 《建筑材料-行业研究周报:Q1 公募增持建材,顺周期品种性价比仍高》2021-04-25
- 《建筑材料-行业研究周报:投资数据大幅回暖,周期、消费建材或共同受益》2021-04-18

20 年营收利润稳健增长, ROE 维持高位

2020 年我们追踪的 55 家建材公司整体收入/归母净利润 YoY+10.5%/15.5%, 疫情压力下仍保持较快增速, 20 年 ROE 维持历史高位, 同比-0.1pct 达 19.5%, 源于行业杠杆率及资产周转速度有所下降(20 年资产负债率同比下降 2.1pct, 总资产周转率同比-0.01 次), 但行业净利率有所提升, 同比+0.7pct 达 15%, 主要受益于原材料价格下降及企业降费增效持续推进, 20 年行业整体收现比基本稳定, 净现比有所下滑, 但整体经营质量仍保持良好。21Q1 行业收入/归母净利润 YoY+62.3%/92.9%, 较 19 年一季度分别+29.2%/31.7%, 我们认为需求端 21 年高景气有望延续, 同时龙头集中度加快提升, 行业营收及利润有望维持较快增长。

消费建材: 涂料、防水成长性最佳, 21 年龙头市占率继续提升

20 年消费建材收入/净利润 YoY+24%/22%, 细分行业中, 涂料、防水龙头继续体现出较高的成长性, 20 年收入分别同比+39%/25%, 净利润+57%/78%, 受益于下游地产集中度提升+质量敏感性增强, 具备资金/渠道/产品/服务优势的龙头市占率将继续快速增长; 石膏板收入/扣非净利润 YoY+26%/17%, 北新建材石膏板市占率继续稳中有增, 长期产能布局打开新的成长空间; 瓷砖 20 年收入/净利润 YoY+12%/13%, 管材行业收入/净利润 YoY+12%/29%, 增速相对较低, 但蒙娜丽莎、伟星新材成长性优于行业。21 年行业基本面向上持续性较好, 中长期看, 龙头消费建材品种市占率提升空间仍较大, 推荐亚士创能、北新建材、东方雨虹、科顺股份、蒙娜丽莎、伟星新材等。

水泥: 20 年量增价跌, 21 年开局良好, 全年价格有望回暖

20 年水泥行业收入/净利润 YoY+6.7%/1.8%, 20 年水泥产量 23.77 亿吨, 同比+1.6%, 在疫情及雨水天气超预期双重冲击下仍实现增长, 但均价同比有所下滑。21Q1 收入/净利润同比+51.6%/30.3%, 一季度开局良好, 我们预计全年水泥需求或仍将处于高位平台期, 同时错峰生产常态化+企业自律停产有望降低价格波动, 低库存支撑下, 旺季涨价超预期, 全年价格有望实现正增长, 推荐华新水泥。

玻璃/玻纤: 20 年价格创历史新高, 21 年光伏玻璃有所降温

2020 光伏玻璃收入/净利润 YoY+42%/+211%, 20 年受益于光伏抢装潮, 价格大幅增长, 但 21 年节后供需紧张局面有所缓和, 价格有所回落, 我们预计“十四五”期间我国光伏装机仍有较大增长空间, 同时组件降本路线推动尺寸大型化和双玻渗透率提升, 有望带动宽版、薄型光伏玻璃需求快速增长。浮法玻璃 20 年收入/净利润 YoY+0.7%/+9.2% (原片涨价导致部分深加工企业业绩承压), 玻纤 20 年收入/净利润 26%/28%, Q1 高景气延续, 净利润增速分别位于子版块第一/第三, 我们认为 21 年下游需求仍向好, 全年供需或维持基本平衡, 当前全行业库存水平较低, 预计全年价格仍有支撑, 推荐旗滨集团、长海股份、中国巨石、山东玻纤。

风险提示: 下游需求回落超预期, 原材料涨价超预期, 产能投放超预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-05-10	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601636.SH	旗滨集团	16.65	买入	0.68	1.41	1.54	1.67	24.49	11.81	10.81	9.97
603378.SH	亚士创能	66.86	买入	1.53	2.44	3.27	4.28	43.70	27.40	20.45	15.62
000786.SZ	北新建材	44.25	买入	1.69	2.24	2.69	3.16	26.18	19.75	16.45	14.00
002918.SZ	蒙娜丽莎	32.40	增持	1.39	1.81	2.32	2.89	23.31	17.90	13.97	11.21
600801.SH	华新水泥	23.52	买入	2.69	3.31	3.75	4.27	8.74	7.11	6.27	5.51

资料来源: Wind、天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

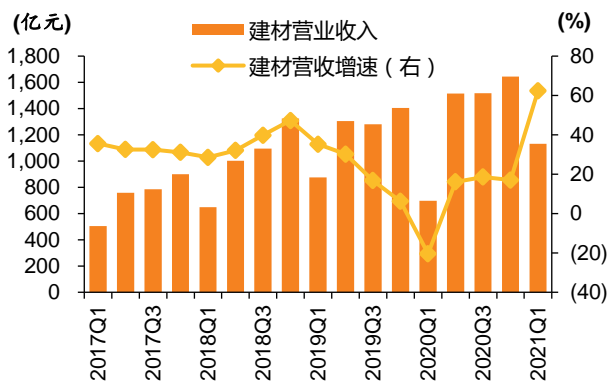
1. 建材行业 20 年 ROE 维持高位，子板块龙头强者恒强	3
1.1. 建材行业：20 年行业 ROE 维持高位，21 年高景气延续	3
1.2. 建材子板块：消费建材成长性突出，玻璃/玻纤受益于价格高增	5
2. 主要子板块业绩分析	6
2.1. 消费建材：涂料、防水成长性最佳，21 年龙头市占率持续提升	6
2.2. 水泥：20 年量增价跌，21 年开局良好，全年价格有望回暖	9
2.3. 玻纤：20 年 Q4 行业开启上行周期，预计 21 年价格仍维持高位	12
2.4. 玻璃：20 年价格创历史新高，21 年光伏玻璃有所降温	14
2.4.1. 光伏玻璃：20 年抢装潮带动价格大幅上涨，21 年回归合理水平	14
2.4.2. 浮法玻璃：20 年价格 V 型反转，21 年仍具支撑	17
3. 推荐玻璃、玻纤、消费建材龙头，关注低估值水泥品种	19
4. 风险提示	20

1. 建材行业 20 年 ROE 维持高位，子板块龙头强者恒强

1.1. 建材行业：20 年行业 ROE 维持高位，21 年高景气延续

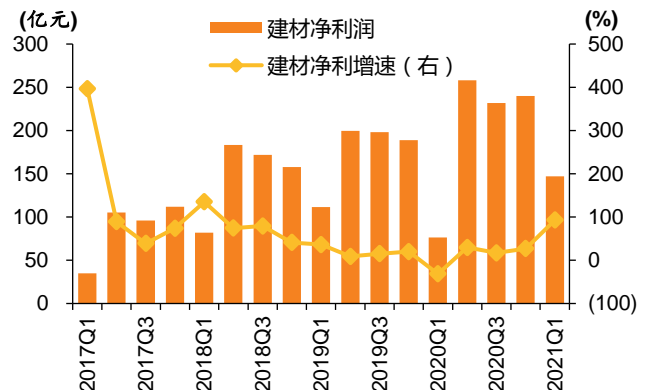
建材行业 20 年业绩保持较快增长，21Q1 高增长延续。2020 年我们跟踪的 55 家建材行业上市公司总计实现营收 5374.1 亿元，同比增长 10.5%，Q1 主要受疫情影响，收入承压，Q2 随着疫情好转，收入增速开始加快，2020Q1-Q4 同比增速分别为-20%/16%/19%/17%；归母净利润 806.1 亿元，同比增长 15.5%，2020Q1-Q4 分别为-32%/29%/17%/27%。2021Q1 行业实现营收 1132.4 亿元，同比增长 62.3%，归母净利润 147.1 亿元，同比增长 92.9%，主要系 20 年疫情影响下，收入及利润基数较低，收入/归母净利润较 19Q1 分别+29.2%/31.7%，因需求端景气度较高，同时疫情加快龙头集中度提升，我们认为 21 年全年有望受益于疫情后需求复苏，营业收入及利润增速有望维持较高水平。

图 1：2017Q1-2021Q1 单季度建材行业营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2017Q1-2021Q1 单季度建材行业归母净利润及增速

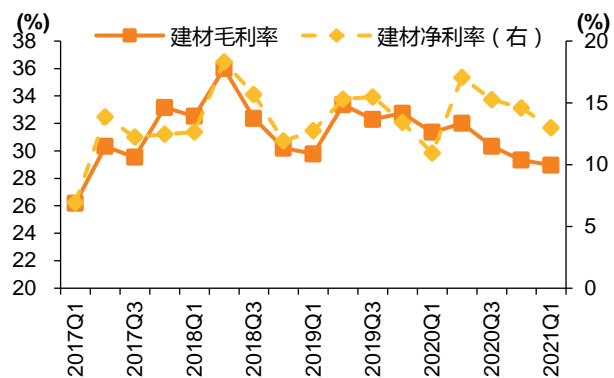


资料来源：Wind、天风证券研究所

规模效应发挥带动期间费用率下降，研发投入有所增加。2020 年行业期间费用率 10.6%，同比下降 1.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.7%/4.5%/1.7%/0.6%，YOY-1.1/-0.4/+0.3/-0.1pct，随着收入的增长，规模效应进一步发挥，带动销售、管理、财务费用率下降，同时销售费用率下降还因部分公司根据最新会计准则，将销售费用中的运输费用调整至营业成本所致，研发费用率增长主要系企业加大智能制造投入及新产品研发力度，从而推升研发费用支出。2021Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -1.5/-1.8/+0.1/-1.3pct，变动方向基本延续 20 年的趋势。

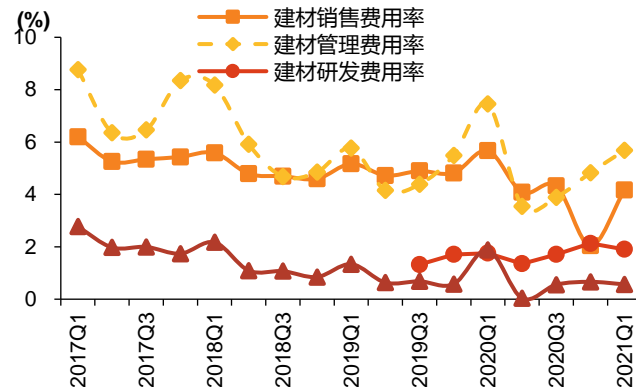
20 年行业净利率有所提升。2020 年行业整体毛利率 30.6%，同比下降 1.6pct，一方面因下半年开始部分原材料涨价，导致毛利率下滑，另一方面，部分公司将运输费用转入营业成本，对于毛利率也产生一定影响，分季度来看，20Q1-Q4 单季度毛利率分别为 31.4%/32.0%/30.3%/29.3%，21Q1 因原材料价格继续上涨，导致毛利率进一步下降至 29.0%，同比下滑 2.4pct；从净利率来看，20 年整体净利率 15%，同比提升 0.7pct，受益于费用率改善，整体盈利能力仍实现上涨，21Q1 净利率 13.0%，同比提升 2.1pct。

图 3：2017Q1-2021Q1 单季度建材行业盈利能力



资料来源：Wind、天风证券研究所

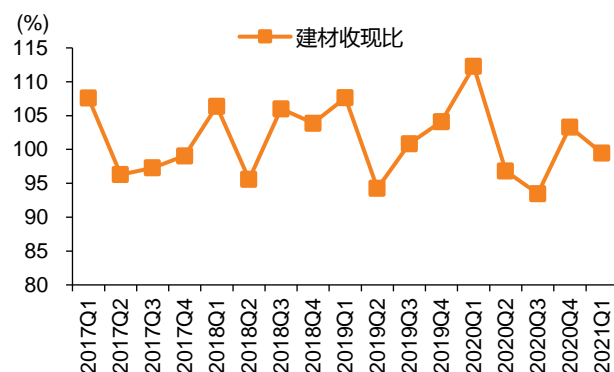
图 4：2017Q1-2021Q1 单季度建材行业期间费用



资料来源：Wind、天风证券研究所

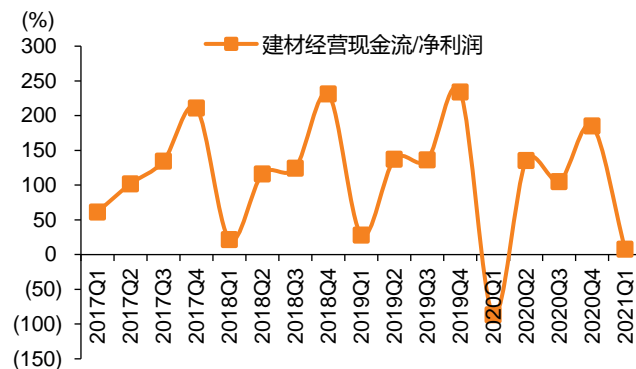
2020 年收现比基本稳定，经营现金流/净利润有所下滑，但整体盈利质量仍保持良好。2020 年行业平均收现比为 99.9%，同比下降 1.4pct；经营性现金流/归母净利润 120.5%，同比下降 25.1pct，整体盈利质量有所下滑，主要系部分企业履约保证金增加及在低价位加大原材料采购导致现金流出较多，整体来看，建材行业收款压力相对稳定，盈利质量仍保持良好。

图 5：2017Q1-2021Q1 单季度建材行业收现比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

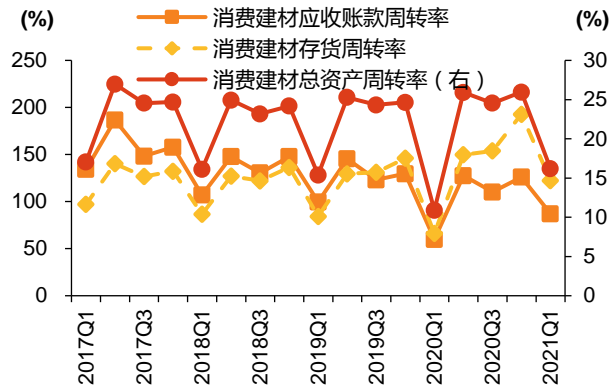
图 6：2017Q1-2021Q1 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

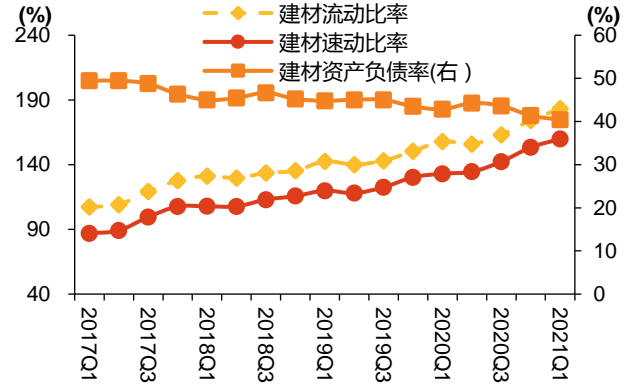
短期偿债能力进一步改善，资本结构持续优化。2020 年底行业流动比率为 174.2%，较 2020Q3 末提升 11.0pct，2021Q1 行业流动比率 183.4%，较 2020 年末提升 9.2pct，短期偿债能力持续改善。2020 年底行业资产负债率为 41.4%，较 2020Q3 末下滑 2.3pct，2021Q1 行业资产负债率 40.4%，较 2020 年末下滑 1pct，资本结构持续优化。

图 7： 2017Q1-2021Q1 单季度建材行业资产周转情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

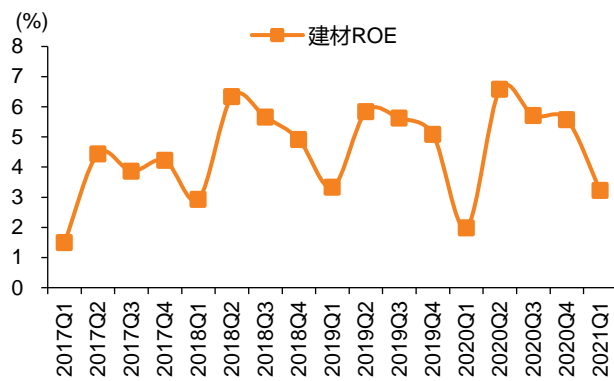
图 8： 2017Q1-2021Q1 单季度建材行业负债情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

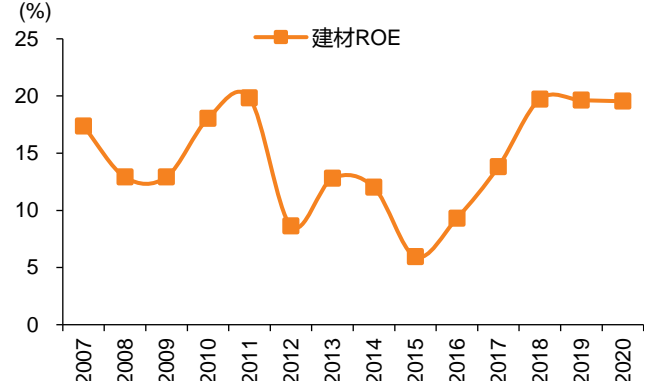
2020 年行业 ROE 仍处于高位，21Q1 起点良好，全年或稳中有升。2020 年建材行业 ROE 为 19.5%，较 19 年下降 0.1pct，仍处历史高位，ROE 下降因 20 年行业杠杆率及总资产周转率指标有所下降，20 年应收账款/总资产周转率分别为 8.6/0.75 次，同比下降 0.4/0.01 次，存货周转率为 8.7 次，同比提升 0.6 次，应收账款压力略有加大。2021Q1 行业 ROE 为 3.2%，同比增长 1.2pct，环比下滑 2.4pct，相较于 19 年 Q1 小幅下滑 0.1pct。由于一季度一般是行业淡季，资产周转率、盈利情况均低于正常水平，预计 Q2 起 ROE 将会迎来恢复，全年来看，我们认为疫情影响结束后，企业回款仍有改善空间，资产周转有望进一步提速，且原材料涨价背景下，企业涨价存一定滞后性，后期涨价逐步落地，盈利能力或有改善，共同驱动 ROE 进一步提升。

图 9： 2017Q1-2021Q1 单季度建材行业 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 10： 2007-2020 年建材行业 ROE

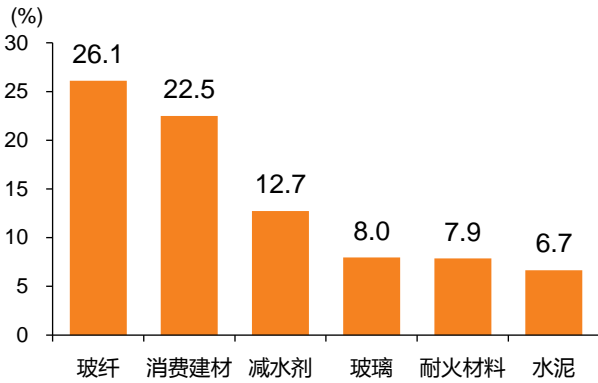


资料来源: Wind、天风证券研究所

1.2. 建材子板块：消费建材成长性突出，玻璃/玻纤受益于价格高增

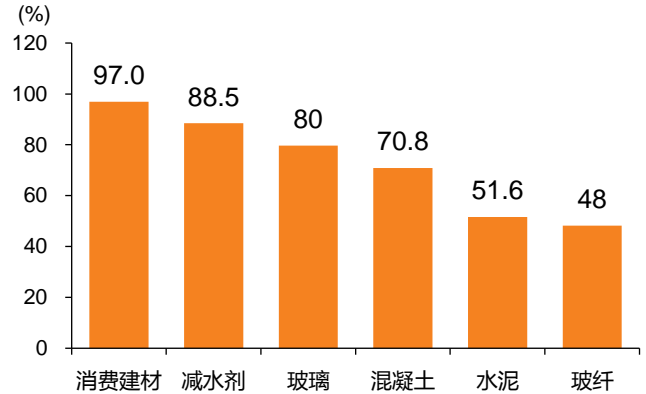
2020 年玻纤、消费建材收入增长较快，一方面因需求好转后，带动销量增长较快，另一方面下半年赶工需求集中释放，导致阶段性供给不足，价格大幅上涨。2020 年玻纤、消费建材、减水剂收入增速位于子板块前三，分别达+26%/+23%/+13%；2021Q1 消费建材、减水剂、玻璃排名居前，收入增速分别达+97%/+89%/+80%，消费建材、减水剂主要受销量增长驱动，玻璃、玻纤因价格高增带动利润上涨。

图 11：2020 年建材各板块收入增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：2021 年一季度建材各板块收入增速

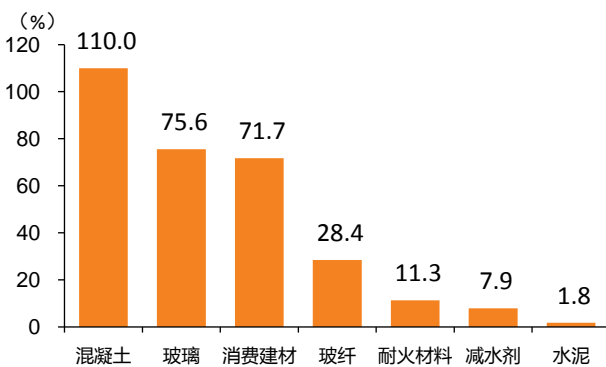


资料来源：Wind、天风证券研究所

2020 年玻璃/消费建材归母净利润增长较快。2020 年混凝土、玻璃、消费建材排名前三，归母净利润分别同比+110%/+76%/+72%。混凝土行业同比增速最快，主要系 19 年净利润负增长导致基数较低（受累于海南瑞泽归母净利润亏损 4.1 亿，其中计提商誉减值 2.9 亿元+信用减值损失增加 1.7 亿元），玻璃净利润增速主要受益于平板玻璃及光伏玻璃价格双双创下历史新高，其中平板玻璃主要受益于疫情后中下游加快备货，叠加终端需求释放，库存快速下降，价格自 5 月份开启 V 型反转后，全年持续走高，光伏玻璃受益于光伏抢装带动，下半年价格大幅上涨；消费建材净利润增速受益于原材料成本下降及涂料、防水等子板块同比增长领先。

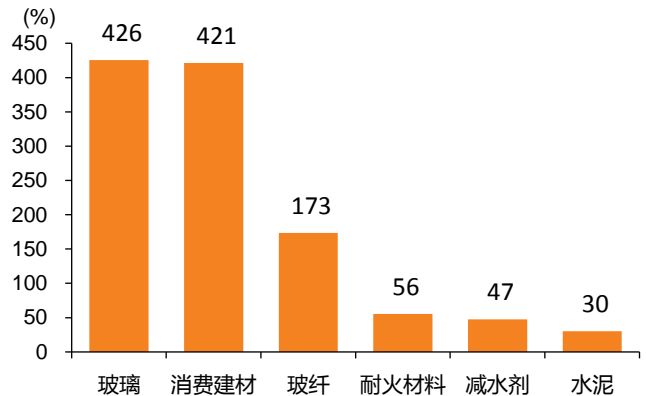
21Q1 各子板块净利润同比均实现较快增长，其中受疫情影响较为严重的玻璃、消费建材等行业反弹幅度最大，同比增速分别达到 426%/421%，我们认为全年来看，竣工后周期品种仍有望实现较高增长。

图 13：2020 年建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：2021 年一季度建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 主要子板块业绩分析

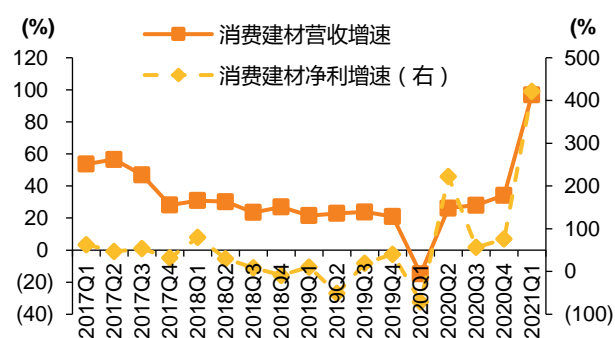
2.1. 消费建材：涂料、防水成长性最佳，21 年龙头市占率继续提升

我们跟踪的 12 家消费建材上市公司（北新建材、凯伦股份、东方雨虹、科顺股份、三棵树、亚士创能、欧神诺、蒙娜丽莎、伟星新材、永高股份、东宏股份、雄塑科技）2020 年总计实现收入 1043.8 亿元，YoY+22.5%，实现归母净利润 136.6 亿元，YoY+71.7%；2021Q1 实现收入 230.0 亿元，YoY+97.0%，实现归母净利润 16.9 亿元，YoY+421.4%。20Q1 疫情对消费建材板块冲击较大，随着 Q2 疫情影响逐渐消退，工程端需求率先复苏，而零售端需求恢复延后至下半年，全年地产竣工逐步好转，基建工程、旧改提速对需求端

提供有力支撑，而疫情进一步加快小企业出清，同时受益于下游集中度提升和质量品牌升级，具备品牌、渠道、资金、服务、成本综合优势的建材龙头集中度快速提升，收入及利润实现较快增长。

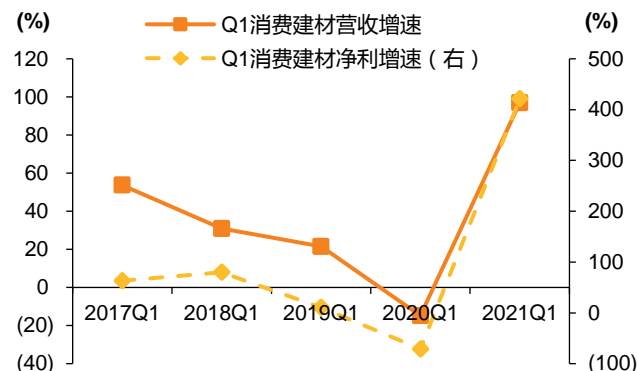
2020年消费建材整体 ROE 达 20.2%，同比提升 6.3pct，ROE 再创新高，我们认为主要受益于盈利水平提升，20 年消费建材行业整体净利率 13.1%，同比提升 3.8pct，主要受益于原材料价格较低，20Q4 随着原材料价格开始上涨，单季度净利率有所下滑，21Q1 原材料涨价压力继续加大，单季度毛利率及净利率表现均不佳，但各企业基本于 3 月底之前完成提价，我们预计 Q2 盈利水平有望好转。20 年行业总资产周转率 0.87 次，同比小幅下降 0.009 次，因应收账款周转率同比下降，收款情况小幅恶化，我们预计与“三道红线”政策出台加剧地产商资金压力，从而延长供应商回款周期有关。

图 15：2017Q1-2021Q1 单季度消费建材营收及归母净利润增速



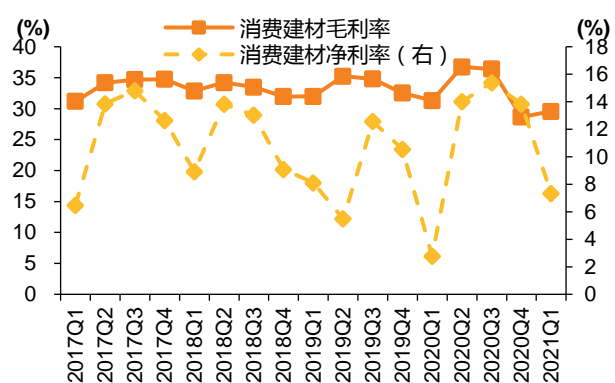
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：2017Q1-2021Q1 消费建材一季度营收及归母净利润增速



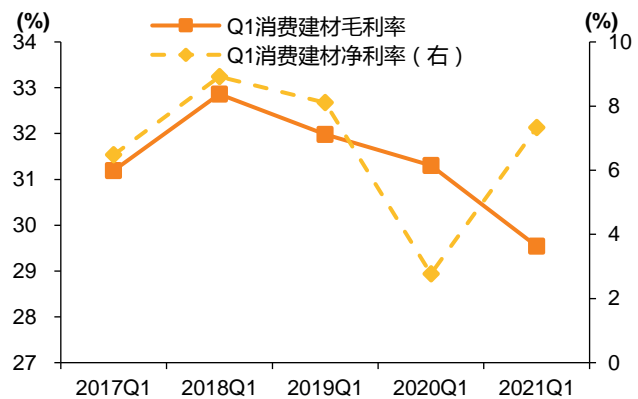
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：2017Q1-2021Q1 单季度消费建材行业毛利率及净利率



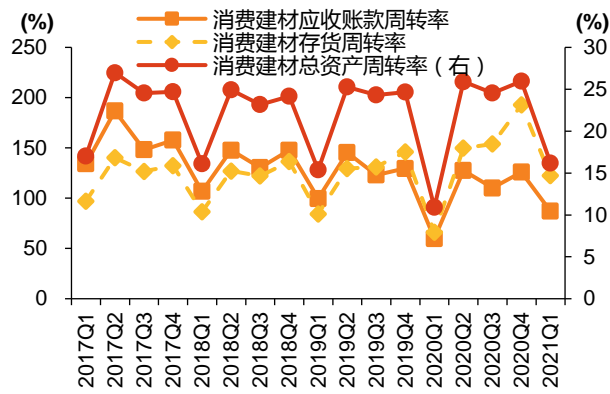
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 18：2017Q1-2021Q1 消费建材行业一季度单季毛利率及净利率



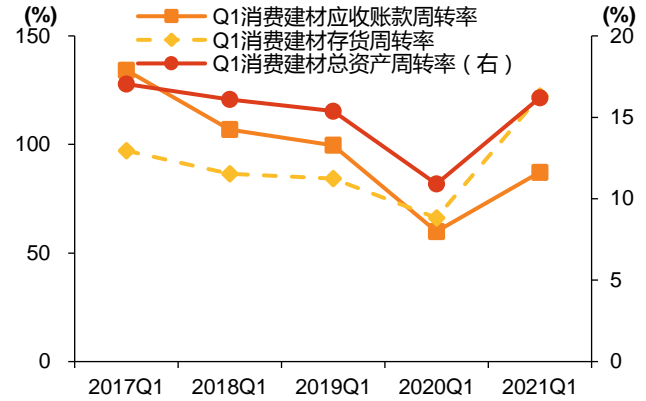
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：2017Q1-2021Q1 单季度消费建材行业营运能力



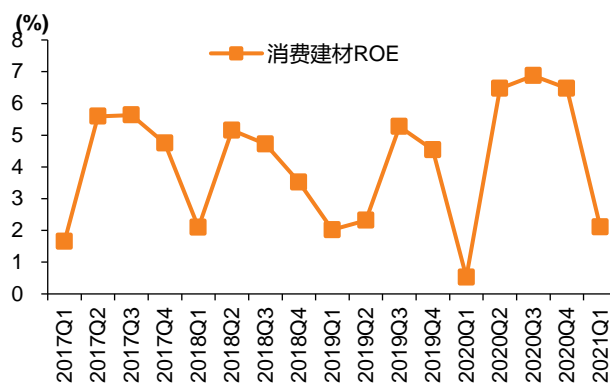
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：2017Q1-2021Q1 消费建材行业一季度单季营运能力



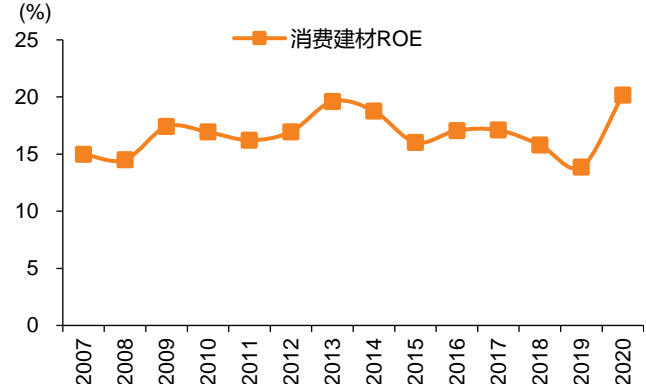
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：2017Q1-2021Q1 单季度消费建材行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：2007-2020 年消费建材行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们对消费建材行业进一步细分，选择五个代表性行业进行分析：石膏板（北新建材）、防水（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）、涂料（三棵树、亚士创能）、瓷砖（欧神诺、蒙娜丽莎）、管材（永高股份、伟星新材、雄塑科技、东宏股份）。

(1) 涂料：20 年涂料行业收入/净利润增速 39%/57%，收入增长最快，我们认为主要受益于内资龙头工程漆市场市占率加速提升所致，利润增长一方面受益于 20 年原材料价格下行推升毛利率，另外龙头规模效应显现促使费用率下行，21Q1 行业收入同比大幅增长 215%，净利润实现扭亏为盈；

(2) 防水：防水行业 20 年收入/利润增速 25%/78%，一方面 20 年地产新开工仍具韧性，全年同比小幅下滑 1.2%，同时受益于市政工程提振，需求端仍较好，另一方面下游地产客户集中度提升，对质量敏感性提高，推动上市公司市占率快速提升，根据中国建筑防水协会，2020 年规模以上企业防水卷材总产量约为 22.52 亿平方米，同比增长 5.32%，实现主营业务收入 1087 亿元，同比增长 4.6%，利润总额达 73.97 亿元，同比增长 12.07%，21Q1 来看，在沥青价格上涨背景下，各企业通过冬储低价沥青+产品提价化解成本上涨压力，净利润同比实现较快增长；

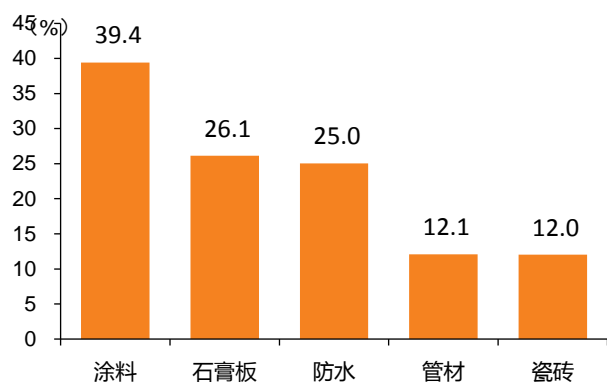
(3) 瓷砖：瓷砖行业 20 年收入/净利润增速为 12%/13%，其中蒙娜丽莎增速明显更优，20 年实现收入/净利润增速分别为 28%/31%，主要因地产直销客户收入增长较快，我们认为在减排趋严、下游集中度提升情况下，行业集中度有望加速上升，在产品创新，渠道开拓和产能布局方面优势明显的龙头将更加受益；

(4) 石膏板：石膏板行业 20 年收入/净利润增速 26%/548%，净利润同比增长较快主要由于 19 年北新建材美国石膏板事项和解费较多，对整体利润影响较大，扣非口径下净利润同比增长 17%。北新建材 2020 年石膏板销量 20.15 亿平方米，同比增长 2.5%，高于行业增

速(0.9%)，市场份额继续增加，同时防水、龙骨等业务贡献新的增量，公司目前石膏板市占率达到60%，拥有较高定价权，我们认为公司石膏板主业21年有望继续受益于竣工回暖，同时龙骨、防水业务也有望加快放量，长期规划施全球50亿平方米石膏板、400万吨粉料砂浆、30个防水产业基地、20个涂料产业基地、100万吨轻钢龙骨产业布局，成长性可期；

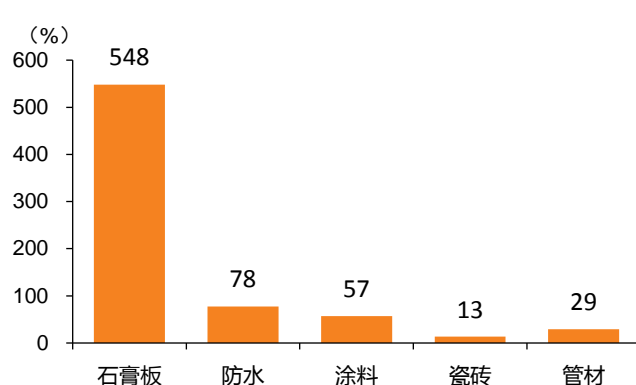
(5)管材：管材行业20年收入/净利润增速12.1%/29%，整体市占率提升节奏仍较为缓慢，20年疫情对零售端冲击大于工程端，但下半年需求恢复后，零售向上拐点已出现，伟星新材20年下半年收入/归母净利润同比分别增长29.4%/53.7%，看好21年零售端需求继续恢复。

图 23：2020 年消费建材部分细分行业收入增速



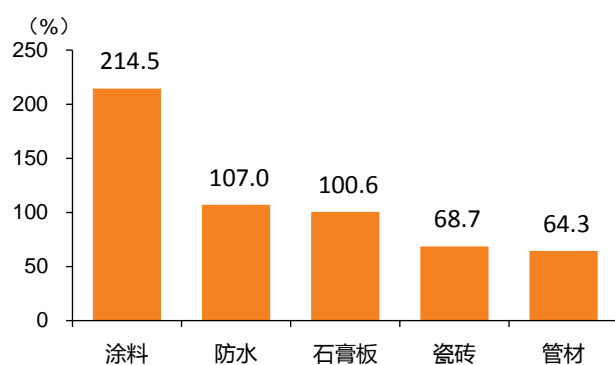
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：2020 年消费建材部分细分行业净利润增速



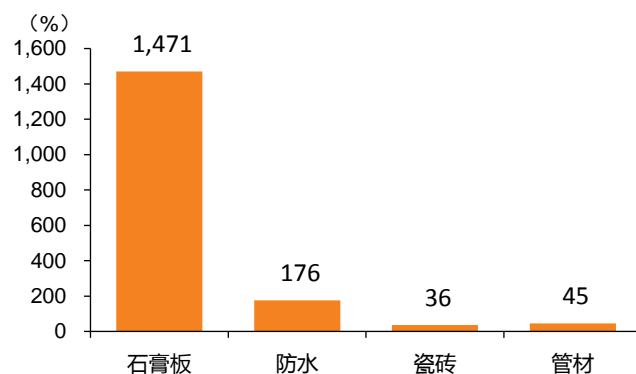
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：2021Q1 消费建材部分细分行业收入增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：2021Q1 消费建材部分细分行业净利润增速



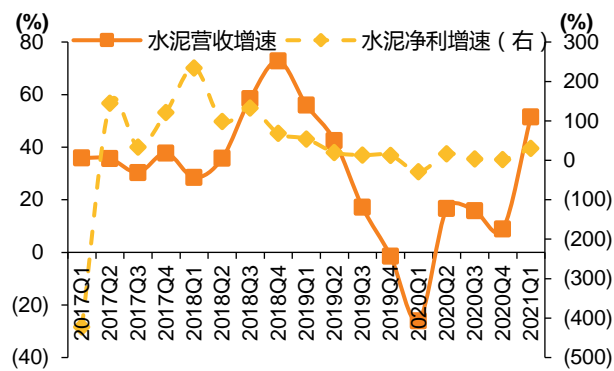
资料来源：Wind、天风证券研究所

注：涂料行业21Q1盈利263万，去年同期亏损1.8亿元

2.2. 水泥：20 年量增价跌，21 年开局良好，全年价格有望回暖

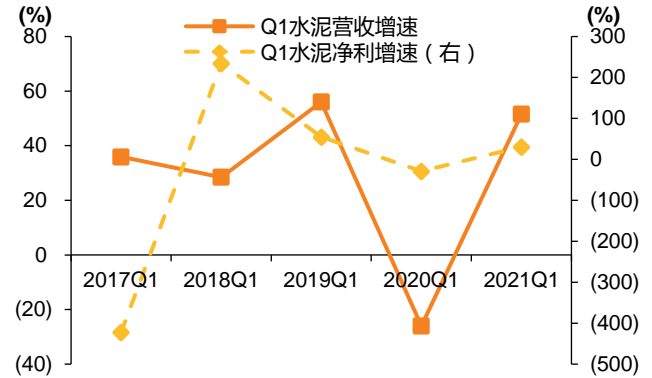
我们跟踪的11家水泥公司(冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、祁连山、华新水泥、福建水泥)，2020年合计实现收入2947亿元，YoY+6.7%，实现归母净利润533.5亿元，YoY+1.8%；2021Q1合计实现收入545亿元，YoY+51.6%，实现归母净利润76.4亿元，YoY+30.3%。20年水泥行业整体ROE为22.2%，同比下滑3.5pct，因净利率及总资产周转率同比有所下滑，且资产负债率下降，但ROE仍排在建材各子行业首位。20年在疫情及超长梅雨季双重冲击下，水泥需求仍实现小幅增长，根据国家统计局，2020年全国水泥产量23.77亿吨，同比增长1.6%，主要受地产投资较快增长所提振，同时基建投资稳中微增，我们测算全年水泥均价同比有所下滑，主要因雨水天气影响下，淡季价格回落较大，且Q4赶工旺季时因错峰停产执行效果较差使得价格上涨承压。

图 27: 2017Q1-2021Q1 单季度水泥营收及归母净利润增速



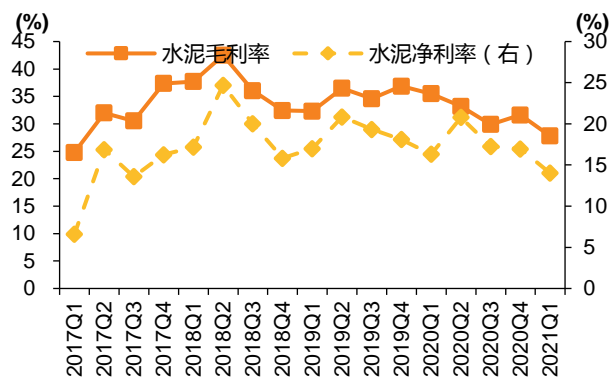
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 28: 2017Q1-2021Q1 水泥一季度单季营收及归母净利润增速



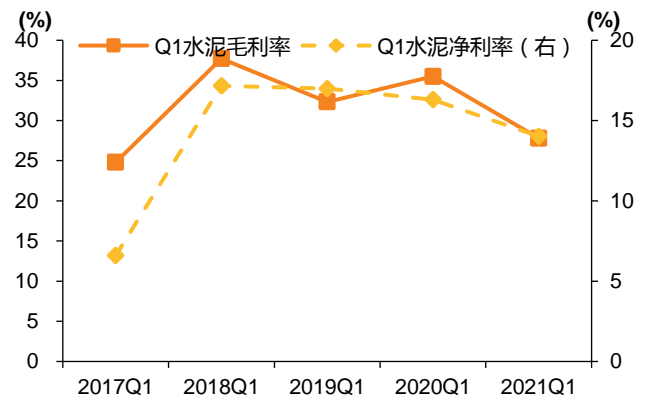
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 29: 2017Q1-2021Q1 单季度水泥行业毛利率及净利率



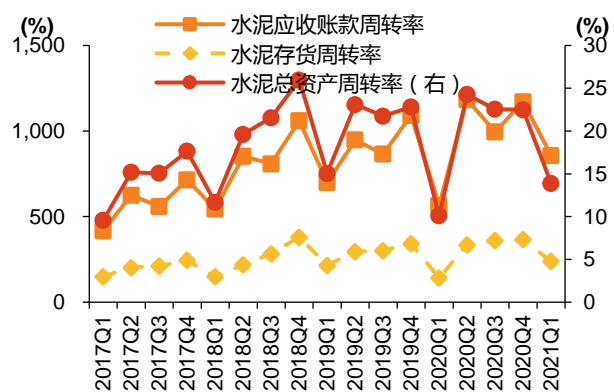
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 30: 2017Q1-2021Q1 水泥行业一季度单季毛利率及净利率



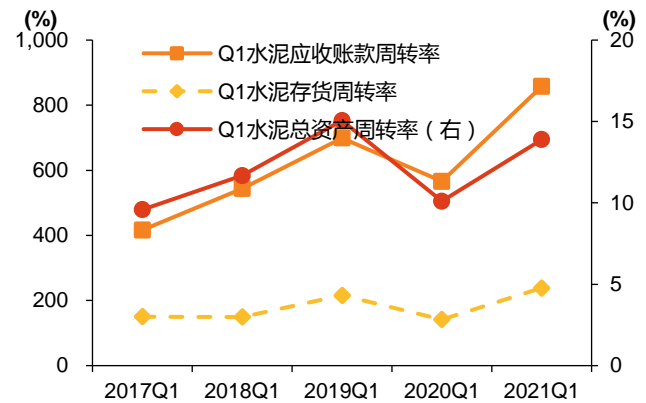
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 31: 2017Q1-2021Q1 单季度水泥行业营运能力



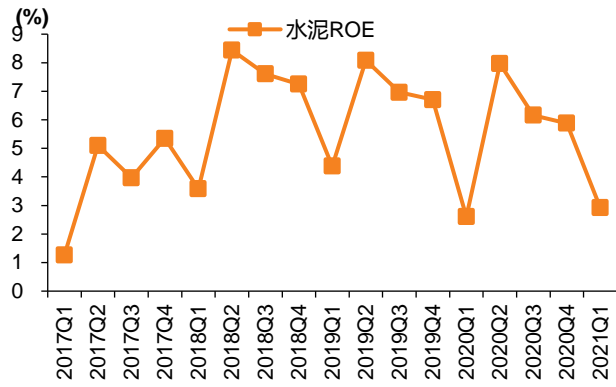
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 32: 2017Q1-2021Q1 水泥行业一季度单季营运能力



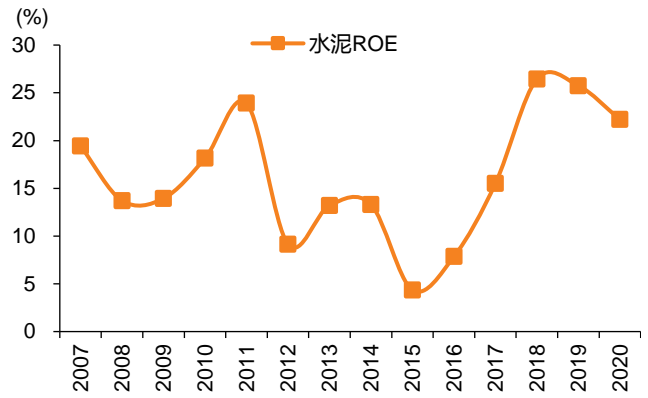
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 33： 2017Q1-2021Q1 单季度水泥行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

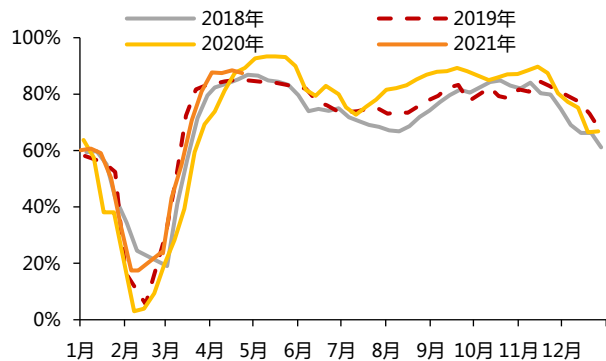
图 34： 2007-2020 年水泥行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

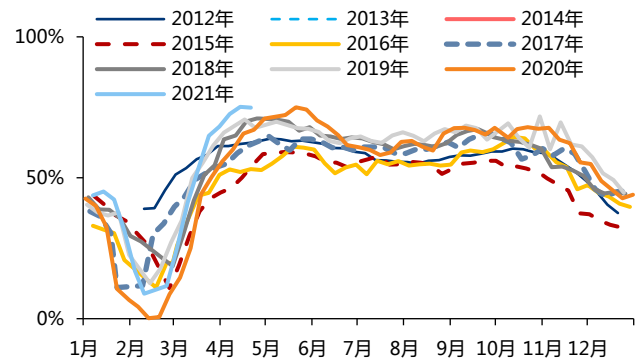
21 年开局良好，全年水泥价格有望实现正增长。从 21 年一季度来看，水泥行业开局良好，受去年低基数影响，一季度全国水泥产量同比大幅增长 47.3%，同时受益于北方错峰生产执行较好和政府倡导就地过年南部市场启动较快的双重背景下，水泥库存整体保持稳定。四月份以来，需求端保持较高景气，根据数字水泥网，水泥企业发货率自四月份以来持续超过 19 年同期水平，磨机开工率高于 19、20 年同期水平，我们预计全年水泥需求或仍将处于高位平台期；而今年环保管控将进一步趋严，同时错峰生产常态化+企业自律停产将有效降低需求波动对价格的影响。全国水泥价格自三月中下旬开始进入上行通道，截至 4 月 30 日，全国重点城市水泥时点价 469 元/吨，同比高 35 元，年初至今，长三角沿江熟料价格累计已上涨 5 轮，幅度达到 120 元，超出市场预期，而四月份至今各地区水泥库存均创下历史同期最低水平，我们预计短期水泥价格或仍将保持上行趋势，同时较低的库位也能对淡季价格下调提供一定支撑，全年价格同比大概率实现正增长。

图 35： 分年度全国水泥发货率



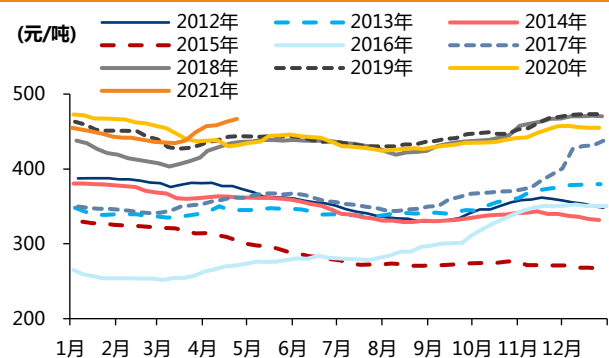
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 36： 分年度全国水泥磨机开工率



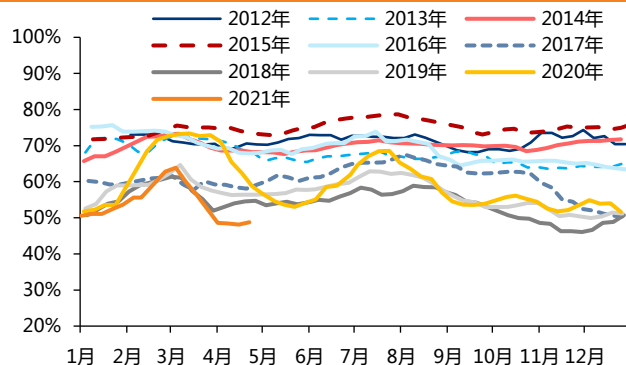
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 37: 分年度全国重点城市水泥价格



资料来源: 数字水泥网、天风证券研究所

图 38: 分年度全国水泥库存比

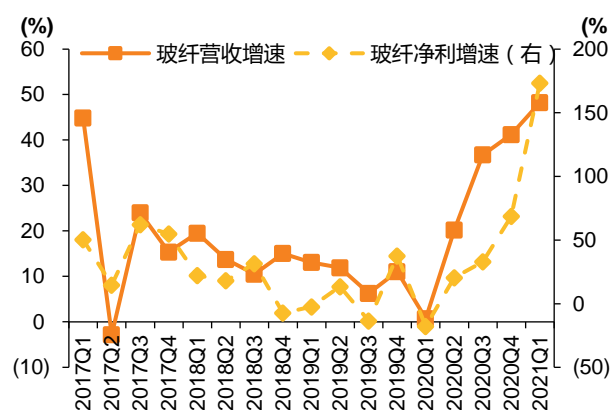


资料来源: 数字水泥网、天风证券研究所

2.3. 玻纤: 20 年 Q4 行业开启上行周期, 预计 21 年价格仍维持高位

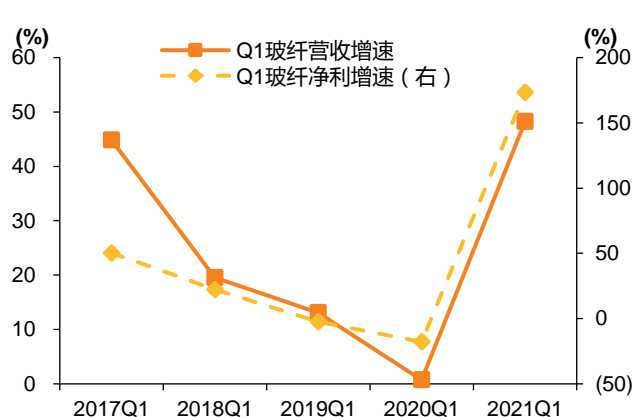
我们跟踪的 5 家玻纤行业公司 (中国巨石、中材科技、九鼎新材、长海股份、再升科技), 2020 年实现收入 359.7 亿元, YoY+26.1%, 实现归母净利润 51.3 亿元, YoY+28.4%。2021Q1 实现收入 92.4 亿元, YoY+48.2%, 实现归母净利润 18.4 亿元, YoY+173.5%。2020 年玻纤行业 ROE 提升 2pct 至 14.9%, 主要受净利率提升及资产周转加快所驱动。

图 39: 2017Q1-2021Q1 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速



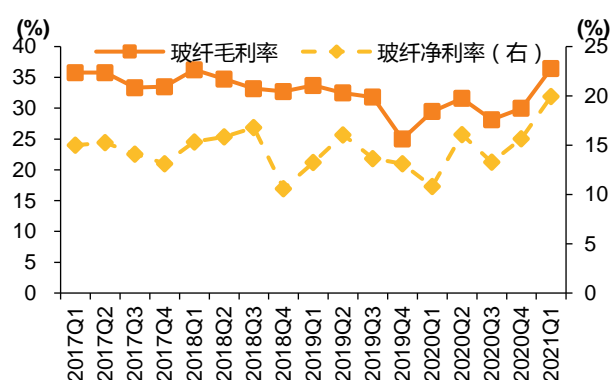
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 40: 2017Q1-2021Q1 玻纤行业一季度营收及归母净利润增速



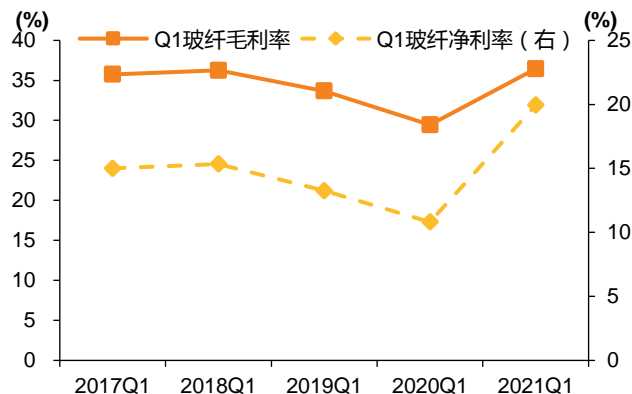
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 41: 2017Q1-2020Q1 单季度玻纤行业毛利率及净利率



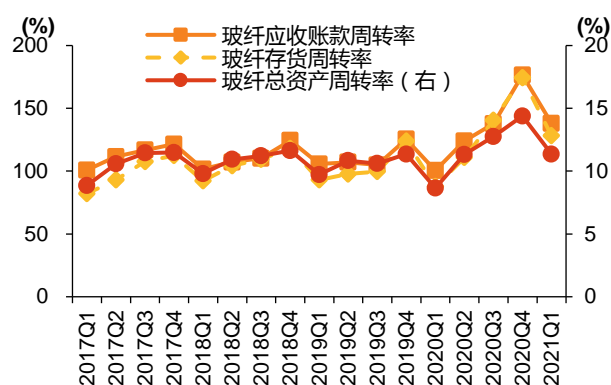
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 42: 2017Q1-2021Q1 玻纤行业一季度单季毛利率及净利率



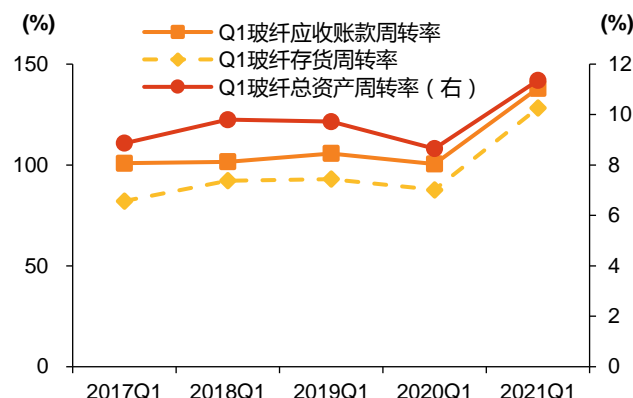
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 43： 2017Q1-2021Q1 单季度玻纤行业营运能力



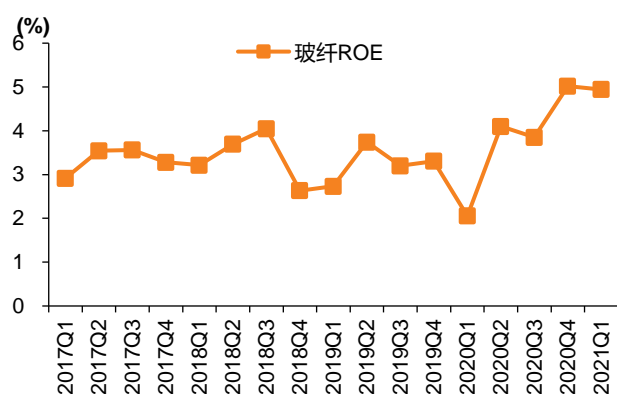
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 44： 2017Q1-2021Q1 玻纤行业一季度单季营运能力



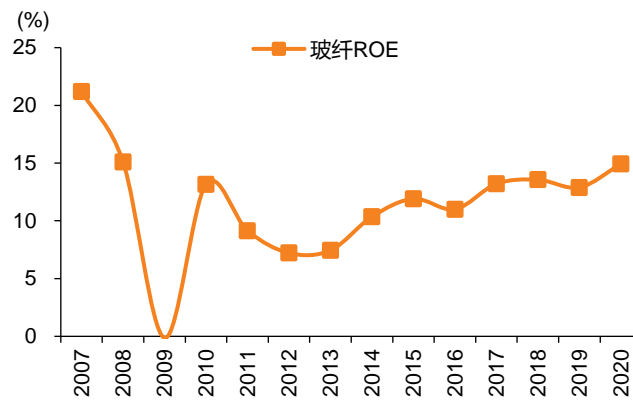
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 45： 2017Q1-2021Q1 单季度玻纤行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 46： 2017Q1-2021Q1 单季度玻纤行业 ROE

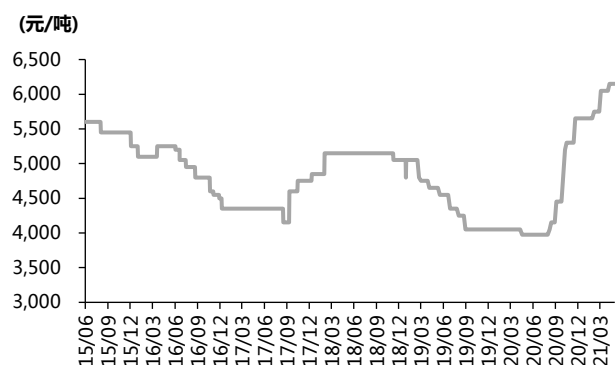


资料来源：Wind、天风证券研究所

20Q4 玻纤价格开启上行周期。20 年至今玻纤行业单季度收入及利润增速逐季提升，因 19 年价格持续下探，19 年 10 月价格触底，随着 18 年新增产能逐步被消化，行业开始酝酿涨价，但 20 年年初疫情影响，涨价计划被推迟，随着 Q2 需求逐步好转，行业库存开始下降，20 年 8 月底国内三大龙头中国巨石、泰山玻纤、长海股份通过官网发布涨价函，正式拉开行业涨价大幕，开启了新一轮向上周期，受益于赶工需求加快以及风电抢装，建筑建材用纱、风电用纱需求持续高涨，同时汽车、电子等需求也于年底开始好转。

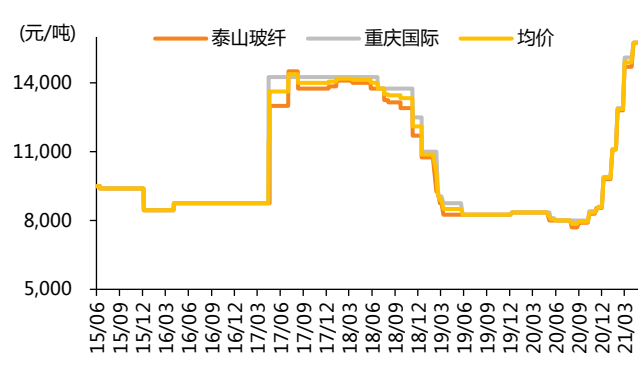
我们认为 21 年玻纤供需格局基本稳健，全年价格仍较为乐观。21 年年初行业延续高景气，国内外玻璃纤维及制品市场需求旺盛，带动销量增长，同时 20Q4 涨价弹性在 21 年开始释放，另一方面，21Q1 因国内部分产线停产冷修，使得供应量局部小幅缩减，再次助推玻纤价格上调。根据卓创资讯，截至 4 月底，大众品种 2400tex 缠绕直接纱市场价达 6150 元/吨，同比高 2175 元/吨，G75 电子纱达 15750 元/吨，同比大幅上涨 7400 元/吨，7628 电子布价格同比涨幅超过 120%。3 月末行业重点企业库存达 19.77 万吨，环比/同比分别减少 5.24%/68.28%，而上半年行业新增产能较少，我们预计景气度有望延续，下半年部分企业新建产线预计点火，但我们认为供需格局或仍将维持稳健：1) 因玻纤窑炉存在产能爬坡期，因此落地产能实际运行时间或更短；2) 需求端受益于汽车轻量化、家电等需求带动，部分玻纤纱或仍出现结构性短缺，同时若海外疫情不再反复，有望贡献部分增量，我们对全年玻纤价格仍较为乐观。

图 47：中国巨石 2400tex 缠绕直接纱价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 48：各企业 G75 电子纱价格



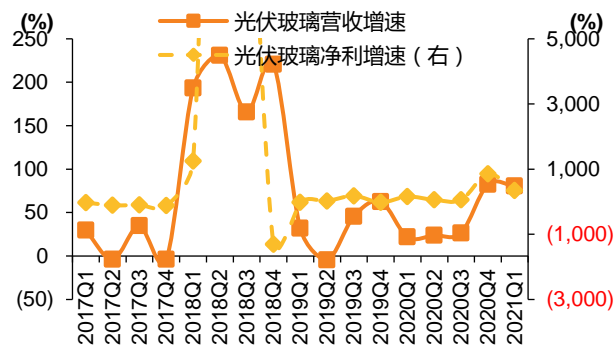
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.4. 玻璃：20 年价格创历史新高，21 年光伏玻璃有所降温

2.4.1. 光伏玻璃：20 年抢装潮带动价格大幅上涨，21 年回归合理水平

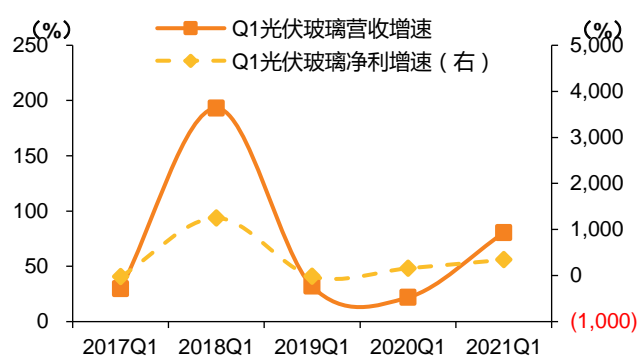
我们跟踪的 3 家光伏玻璃行业上市公司（亚玛顿、洛阳玻璃、福莱特）2020 年总计实现收入 111 亿元，YoY+42%，实现归母净利润 20.9 亿元，YoY+211%；2021Q1 实现收入 34.3 亿元，YoY+80.4%，实现归母净利润 10.2 亿元，YoY+342%。20 年光伏玻璃行业 ROE 较 19 年提升 12.9pct 至 21.9%，主要是盈利能力大幅提升，20 年整体净利率 18.8%，同比提升 10.2pct。

图 49：2017Q1-2021Q1 单季度光伏玻璃营收及归母净利润增速



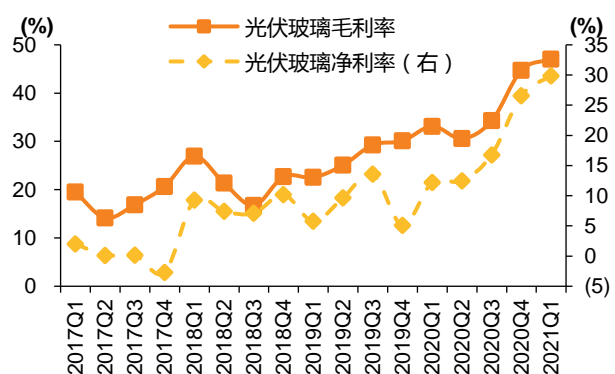
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 50：2017Q1-2021Q1 光伏玻璃一季度营收及归母净利润增速



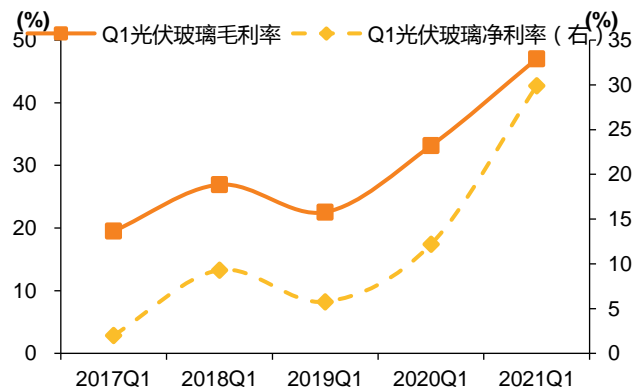
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 51：2017Q1-2021Q1 单季度光伏玻璃行业毛利率及净利率



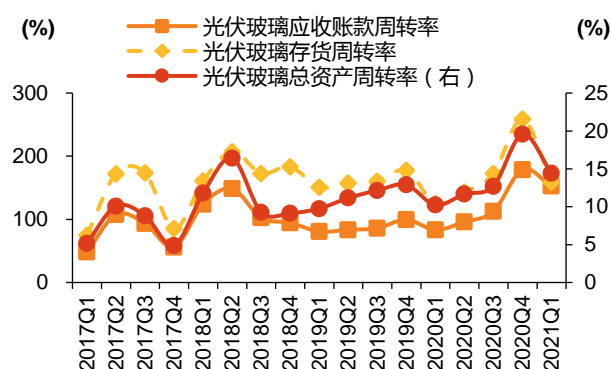
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 52：2017Q1-2021Q1 光伏玻璃行业一季度单季毛利率及净利率



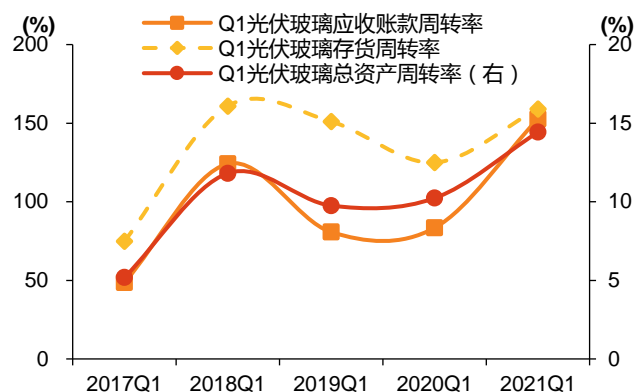
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 53： 2017Q1-2021Q1 单季度光伏玻璃行业营运能力



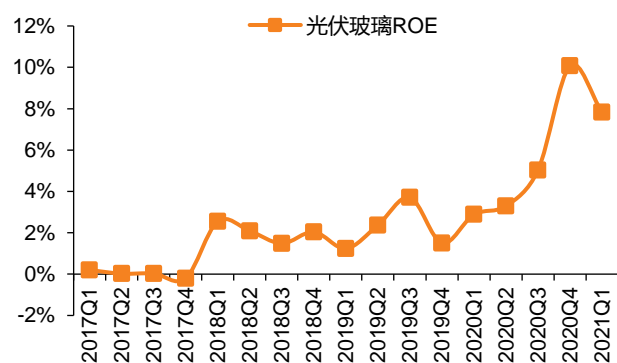
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 54： 2017Q1-2021Q1 光伏玻璃行业一季度单季营运能力



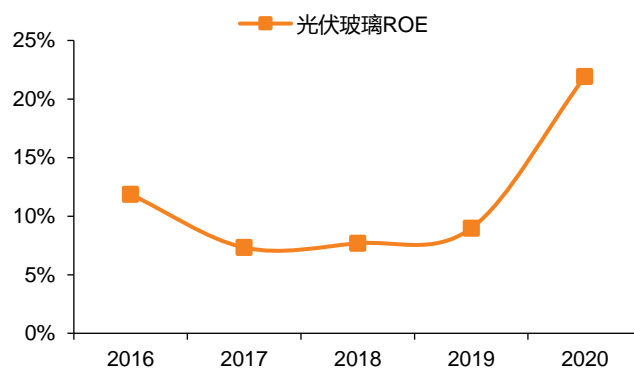
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 55： 2017Q1-2021Q1 单季度光伏玻璃行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

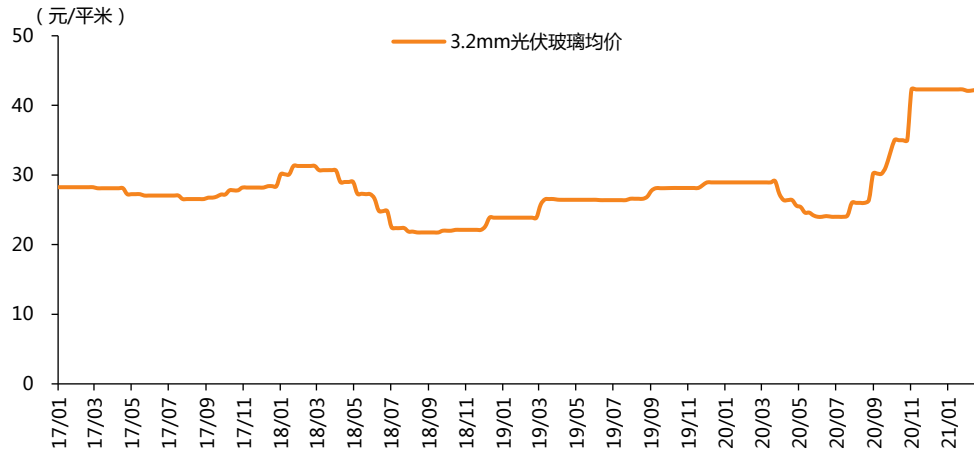
图 56： 2016-2020 年光伏玻璃行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

20 年光伏抢装需求带动价格大幅上涨。受疫情影响，2020 年上半年全球光伏装机较 19 年同期出现较大幅度下滑，然而下半年以来，光伏需求持续改善。在竞价、平价项目的推动下，国内光伏市场实现快速恢复，前三季度光伏装机同比就已实现正增长，第四季度在抢装潮推动下出现装机高峰。根据中国光伏协会，2020 年我国新增光伏装机 48.2GW，同比增长 60%，装机量连续八年居全球首位，累计装机连续六年居全球首位。价格方面，上半年 3.2mm 光伏镀膜玻璃出厂价维持在 24-29 元/平米，下半年抢装需求开始集中释放，带动价格快速上涨，11 月初已涨至 42 元/平米，创历史新高，21Q1 光伏玻璃价格仍维持在高位，同比 20Q1 高 45%，受价格高增驱动，光伏玻璃企业在 Q1 也录得较高得收益，净利率 29.9%居各子板块之首。

图 57：3.2mm 镀膜光伏玻璃价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

21 年 4 月份光伏玻璃价格开始回落,供给压力或逐步加大。21 年节后硅料价格连续攀升,下游组件厂商利润被进一步压缩,联合压价心理明显,同时随着 20 年抢装潮得结束以及部分新增产能的投放,供需紧张的局面有所缓解,组件厂纷纷下调开工计划,造成光伏玻璃企业订单不足,库存小幅挤压,4 月新单价格跌幅明显,3.2mm 镀膜玻璃主流价格 28 元/平米,环比下降 30%,5 月新单价格下降至 23 元/平米。截至 4 月底,国内在产产能日容量 34540 吨,较 20 年底增加 5000 吨/日,预计 21 年还将投产 26980 吨/日,但长期来看,在 2030 碳达峰,2060 碳中和目标下,我国新能源发电仍处于快速发展期,我们预计“十四五”期间我国光伏装机仍有较大增长空间,同时组件降本路线推动尺寸大型化和双玻渗透率提升,有望带动宽版、薄型光伏玻璃需求快速增长,具有资金、成本、技术优势的龙头企业市场份额有望进一步提升。

表 1：21 年光伏玻璃产线计划点火情况

企业名称	窑炉 (座)	日熔量 (吨/日)	预计点火时间
福莱特集团	一窑六线	1200	2021 年 5 月份
福莱特集团	一窑六线	1200	2021 年 8-12 月份
福莱特集团	一窑六线	1200	2021 年 8-12 月份
福莱特集团	一窑六线	1200	2021 年 8 月份
福莱特集团	一窑六线	1200	2021 年 8 月份
信义光能控股有限公司	一窑四线	1000	2021 年年中
信义光能控股有限公司	一窑四线	1000	2021 年年中
凤阳硅谷智能有限公司	一窑五线	650	2021 年 5 月 1 日
凤阳硅谷智能有限公司	一窑五线	650	2021 年下半年
广西新福兴硅科技有限公司	一窑五线	1200	2021 年 8 月份
中国建材桐城新能源材料有限公司	一窑八线	1200	2021 年 10 月
中建材(合肥)新能源有限公司	一窑五线	750	2021 年 8 月份
秦皇岛北方玻璃有限公司 (耀华集团)	一窑五线	880	2021 年年底
中建材(宜兴)新能源有限公司	一窑五线	1000	2021 年年底
中国南玻集团股份有限公司	一窑五线	4*1200	2021 年三四季度点两条; 2022-2023 年两条
陕西拓日新能源科技有限公司	一窑两线	300	2021 年三季度
彩虹 (合肥) 光伏有限公司	一窑五线	750	2021 年下半年
凯盛晶华玻璃有限公司	一窑五线	900	2021 年下半年

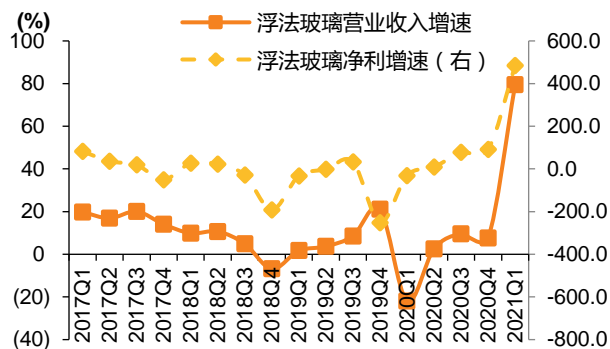
宁夏金晶科技有限公司	一窑三线	600	2021年6月28日
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	一窑六线	1200	2021年下半年
江西赣悦光伏玻璃有限公司	一窑四线	600	2021年5月底
河北唐山金信太阳能玻璃有限公司	一窑四线	1000	2021年年底
河北唐山金信太阳能玻璃有限公司	一窑四线	1000	2021年年底
湖南巨强再生资源科技发展有限公司	一窑两线	300	2021年三四季度
河南安彩高科股份有限公司	一窑四线	800	2021年8月份
山西日盛达太阳能科技有限公司	一窑四线	2*1000	2021年年底
江西康佳新材料有限公司	一窑两线	2*400	2021年6月
江西康佳新材料有限公司	一窑两线	400	2021年11月

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.4.2. 浮法玻璃：20 年价格 V 型反转，21 年仍具支撑

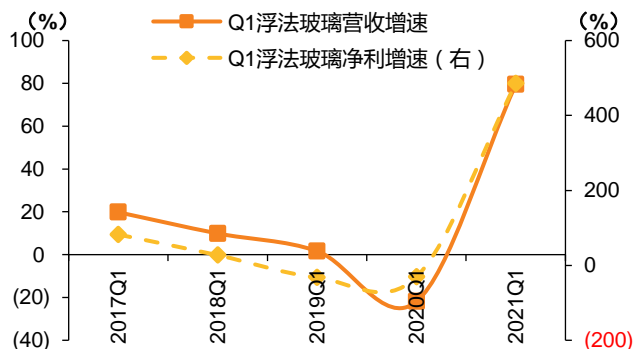
我们跟踪的 7 家浮法玻璃行业上市公司（南玻 A、凯盛科技、金晶科技、耀皮玻璃、旗滨集团、北玻股份、秀强股份）2020 年总计实现收入 367 亿元，YoY+0.7%，实现归母净利润 33.7 亿元，YoY+9.2%；2021Q1 实现收入 45.9 亿元，YoY+82.3%，实现归母净利润 18.9 亿元，YoY+17.8%。受益于浮法玻璃价格上涨，20 年 Q2 起行业毛利率触底反弹，Q4 单季度环比有所回落，主要系原材料纯碱价格同比大幅上涨，全年实现净利率 8.5%，同比提升 3.7pct，21Q1 玻璃价格仍维持坚挺，同时纯碱价格有所回落，盈利能力进一步提升。20 年全年 ROE 同比提升 2.5pct 达 10.8%，21Q1 单季度 ROE 达到 5.6%，单季度 ROE 持续突破新高。

图 58：2017Q1-2021Q1 单季度浮法玻璃营收及归母净利润增速



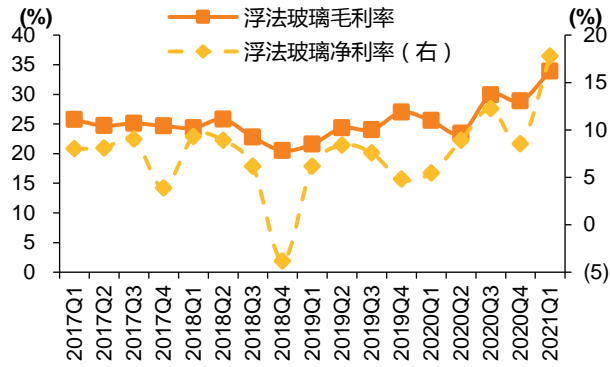
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 59：2017Q1-2021Q1 浮法玻璃一季度营收及归母净利润增速



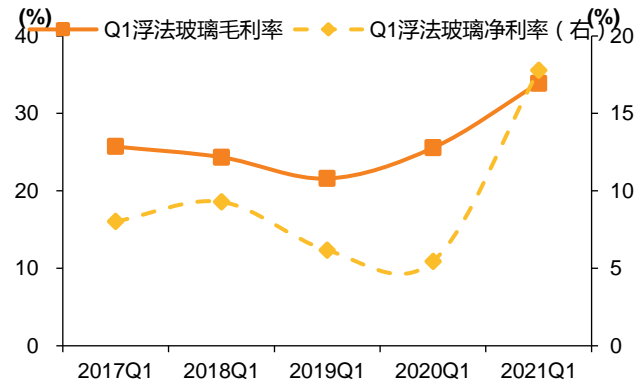
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 60： 2017Q1-2021Q1 单季度浮法玻璃行业毛利率及净利率



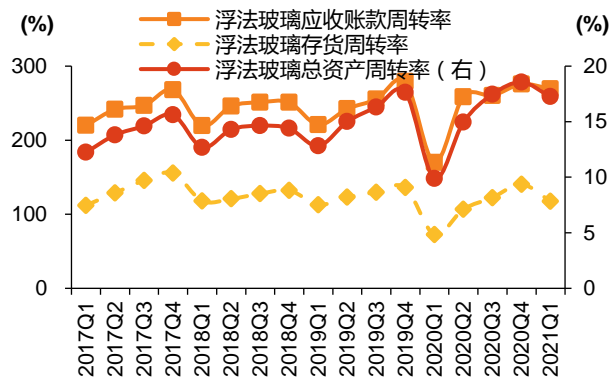
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 61： 2017Q1-2021Q1 浮法玻璃行业一季度单季毛利率及净利率



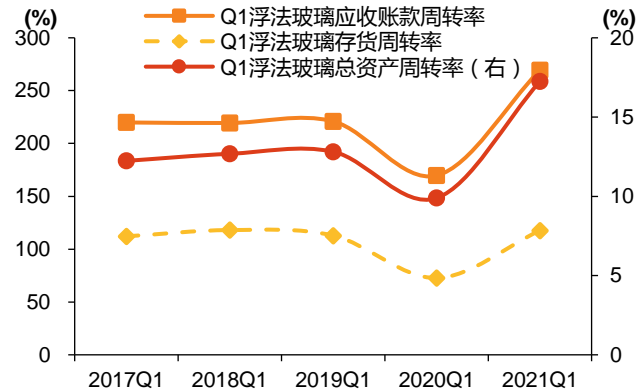
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 62： 2017Q1-2021Q1 单季度浮法玻璃行业营运能力



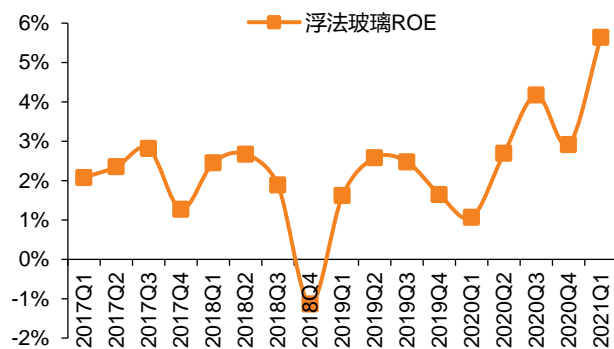
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 63： 2017Q1-2021Q1 浮法玻璃行业一季度单季营运能力



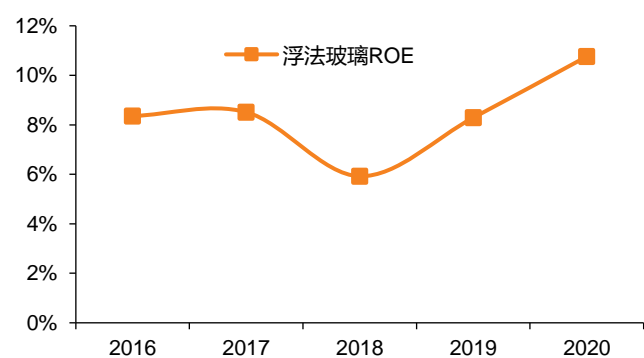
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 64： 2017Q1-2021Q1 单季度浮法玻璃行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 65： 2016-2020 年浮法玻璃行业 ROE



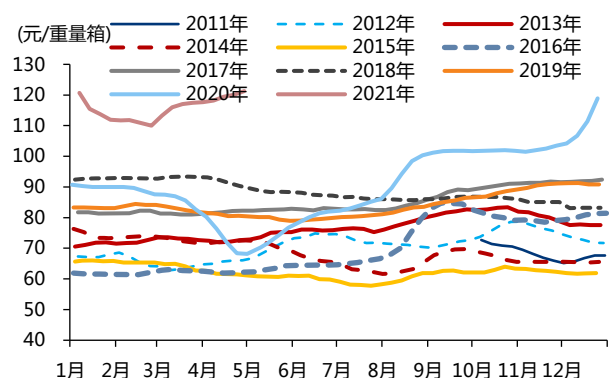
资料来源：Wind、天风证券研究所

20 年浮法玻璃价格创历史新高。20 年年初疫情造成需求停滞，行业库存快速累计，4 月份最高达到 9316 万重箱，随着终端工程复工加速，中下游开始低价抄货，生产厂商库存不断被消化，玻璃价格触底回升，8 月旺季在即，下游订单进一步增加，涨价预期下，中下游备货热情持续高涨，推动玻璃价格持续走高，9 月份随着社会库存达到高位，玻璃价格涨势有所放缓，进入十月份随着北方、南方相继开启赶工模式，终端需求驱动下，行业库存持续处于历史低位，玻璃价格再次迎来上涨，20 年底涨至 121 元/重量箱，创历史新高

高。

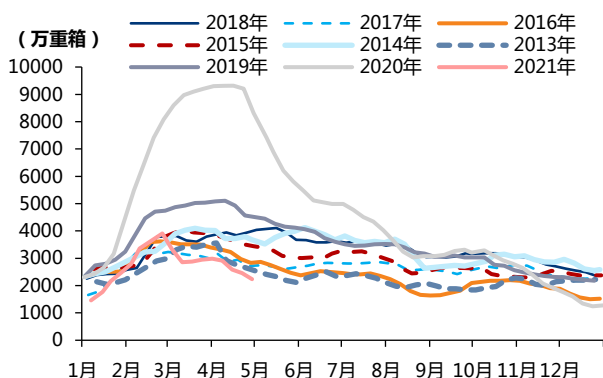
21 年需求端仍较为强劲，全年供需或维持基本平衡，当前全行业库存水平较低，预计全年价格仍有支撑。21 年初，从生产企业库存来看，一季度生产企业库存整体处于低位，一改往年一季度厂库高位的局面，春节前虽有较快上升，但节后库存快速下降，我们认为主要原因系春节前部分工程延后以及加工成品价格上涨趋势下，终端提前备货，Q1 浮法玻璃价格仍然稳中有升，截至 4 月底，5mm 白玻出厂价已达 121 元/重量箱，同比高 53 元，全年来看，我们认为需求端仍较为强劲，因：1) 17 年开始的地产新开工-竣工剪刀差仍未修复，2020 年地产竣工恢复较慢，或与地产商资金状况有关，21Q1 地产销售情况良好，新开工面积有所放缓，存量项目竣工有望加快，且交付期来临，我们预计 21 年地产竣工仍有望迎来修复；2) 据随着建筑领域节能降耗要求不断提高，单位面积建筑玻璃需求有望逐步提升；3) 随着汽车、电子行业 20 年底景气度回暖，带动汽车玻璃、家电玻璃需求增长，同时海外出口需求也有望好转。供给端来看，根据卓创资讯，年初至今行业新点火及复产产线共 6 条，冷修产线 4 条，产能净增 2100 吨/日，预计 21 年仍有 7 条产线点火，产能合计 5400 吨/日，6 月份产线点火加快，供给端压力小增，但考虑到需求仍向好，我们预计全年供需或维持基本平衡，当前全行业库存水平较低，预计全年价格仍有支撑。

图 66：分年度全国平板玻璃价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 67：分年度全国平板玻璃库存



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 68：浮法玻璃日容量



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3. 推荐玻璃、玻纤、消费建材龙头，关注低估值水泥品种

周期品高景气有望持续，中长期继续推荐行业下游高景气，供需格局有望改善的玻璃玻纤及消费建材品种：1) 近期玻璃价格维持上涨趋势，期货主力合约换月后仍维持强势，中长期看，2021 玻璃需求有望维持高景气，同时供给格局的改善有望持续，龙头公司全年盈利有望超预期，推荐**旗滨集团**。2) 全球经济复苏带动的出口改善仍有望是较为明确的经济基本面之一，同时玻纤行业“十四五”规划征求意见稿出台，行业十四五阶段的供给增量有望得到明确控制，龙头公司未来优势有望更加显著，推荐**长海股份(与化工联合覆盖)**、**中国巨石**、**山东玻纤**。3) 我们预计 21 年消费建材基本面向上持续性有望好于市场预期，中长期看，拿地政策变化等因素或进一步推升下游地产公司集中度，龙头消费建材品种有望借力提高自身市占率，旧改、新型城镇化有望为消费建材带来新的增长点，推荐**亚士创能**、**北新建材**、**东方雨虹**、**科顺股份**、**蒙娜丽莎**、**伟星新材**等。4) 4 月份以来水泥价格持续上涨，旺季价格涨幅超市场预期，我们预计 21 年水泥需求仍处于高位平台期，而环保趋严以及错峰生产常态化背景下，供给端收缩有望降低价格波动，全年水泥价格有望超预期，当前水泥企业估值仍处于底部区域，推荐**华新水泥**、**海螺水泥**。

表 2：重点公司盈利预测

板块	公司名称	收盘价	评级	EPS (元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
玻璃	旗滨集团	16.17	买入	0.68	1.41	1.54	1.67	23.78	11.47	10.5	9.68
玻纤	长海股份	17.09	买入	0.66	1.23	1.61	2.03	25.89	13.89	10.61	8.42
玻纤	中国巨石	19.09	买入	0.69	1.35	1.72	1.94	27.67	14.14	11.1	9.84
玻纤	山东玻纤	14.2	买入	0.34	1	1.29	1.57	41.76	14.2	11.01	9.04
消费建材	亚士创能	65.34	买入	1.53	2.44	3.27	4.28	42.71	26.78	19.98	15.27
消费建材	北新建材	46.11	买入	1.69	2.24	2.69	3.16	27.28	20.58	17.14	14.59
消费建材	蒙娜丽莎	33.03	增持	1.39	1.81	2.32	2.89	23.76	18.25	14.24	11.43
消费建材	东方雨虹	57.06	买入	1.34	1.71	2.17	2.73	42.58	33.37	26.29	20.9
消费建材	科顺股份	32.03	买入	1.4	1.74	2.24	2.88	22.88	18.41	14.3	11.12
消费建材	伟星新材	22.8	买入	0.75	0.88	0.98	1.09	30.4	25.91	23.27	20.92
水泥	海螺水泥	50.24	买入	6.63	7.01	7.36	7.52	7.58	7.17	6.83	6.68
水泥	华新水泥	23.3	买入	2.69	3.31	3.75	4.27	8.66	7.04	6.21	5.46
水泥	上峰水泥	20.59	买入	20.59	2.49	3.07	3.59	4.14	8.27	6.71	5.74

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：收盘价为 2021 年 5 月 7 日，盈利预测均来自天风建材团队

4. 风险提示

1、下游基建、地产需求回落超预期：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，当前水泥及玻璃价格变动体现了较好的景气度，但若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、地产开工持续性不及预期，可能导致水泥和玻璃价格上涨持续性不及预期。

2、原材料涨价超预期：21 年年初大宗商品价格全线上涨，而部分建材子行业中化工类原材料、煤炭成本占比较高，这对建材公司利润空间形成挤压，若后期原材料及煤炭价格持续上涨，或使得公司毛利率继续下行，导致利润承压。

3、产能投放超预期：20 年供给短缺使得部分子行业如玻纤、光伏玻璃加快产能布局脚步，若未来产能投放较多，可能导致行业供给过剩，使得价格大幅下滑。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com