

建材

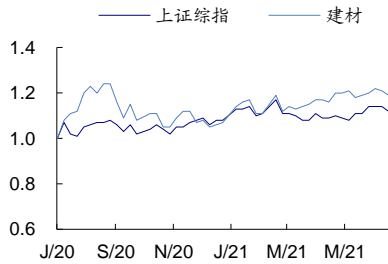
建材行业投资专题

超配

(维持评级)

2021年06月25日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《建材行业投资专题-中国巨石, 建材智造》—2021-06-23
- 《建材行业 20 年年报及 21 年一季报总结: 从“新均衡、新思路”走向“新结构、新机遇”》—2021-06-15
- 《非金属建材周报(21年第23周): 碳排放纳入环评, 行业龙头有望更加受益》—2021-06-07
- 《非金属建材行业 6 月投资策略: 玻璃解放思想, 顺势而为; 玻纤余情未了, 执手相拥》—2021-06-03
- 《非金属建材周报(21年第22周): 玻璃玻纤景气持续, 限电错峰提振水泥运行》—2021-05-31

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

证券分析师: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

回归本位, 关注低估值、强业绩的优质品种

● 增长韧性犹存, 分化仍在继续

回顾 2020 及 2021Q1 建材板块财报数据, 行业运行正从《新均衡、新思路》走向《新结构、新机遇》, 不断印证我们此前判断。整体呈以下特点: ①**增长韧性犹存, 分化依旧显著:** 2020 年建材行业营收同比+9.4%, 归母净利润同比+15.1%, 增长韧性犹存, 分化依旧显著, 其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材营收同比分别为+7.1%/+7.7%/+23.4%/+11.3%, 归母净利润同比分别为+1.9%/+81%/+24.2%/+49.8%; 2021Q1 同比明显恢复, 板块间分化持续, 玻璃、玻纤和其他建材利润增速远高于收入增速, 弹性进一步凸显。②**盈利维持相对高位, 板块差异进一步体现:** 2020 年建材行业平均净利率 14.9%, 同比+0.73pct, 2021Q1 净利率 12.27%, 同比+2.89pct, 继续维持相对高位, 同时板块间差异进一步体现, 2021Q1 水泥/玻璃/玻纤/其他建材毛利率分别为 26.7%/37.9%/36.5%/25.3%, 同比-7.69pct/+10.84pct/+7.55pct/-0.73pct。

● 回归本位, 关注低估值、强业绩的优质品种

结合建材各子板块财务数据和行业运行, 我们对其观点分别如下, 其中: **水泥行业:** 2020 年“新均衡”经受住疫情考验, 行业稳定性再度被印证, 业绩涨势整体钝化进入盘整期, 从普涨状态转换为结构性增长, 区域差异进一步凸显; 今年以来水泥行业继续维持稳定运行, 价格保持高位运行并呈现季节性波动, 全年“以稳为主”的格局有望延续。随着近期股价持续调整, 目前板块估值低廉, 高分红有望延续, 行业具备较高安全边际, 我们认为水泥行业进退有据, 守成为上, 建议重点把握区域结构性机会, 推荐关注: ①传统优势区域, 推荐**海螺水泥、万年青、塔牌集团**, ②因疫情等事件因素影响, 未来需求有望修复的**华中、华北**区域, 推荐**华新水泥、冀东水泥**, 以及③区域需求具有增长潜力的**西北地区**, 推荐**天山股份、祁连山和宁夏建材**。

玻璃行业: 2020 年玻璃价格在年内呈现“V”型反转走势, 玻璃板块盈利持续创新高, 经营性净现金流同步加速改善, 再投资意愿明显提升, 新技术和新产能布局持续深化, 光伏玻璃板块快速崛起, 电子玻璃、药用玻璃等领域的突破有望带来新的增长点。今年以来, 行业高景气延续, 价格不断刷新历史高位, 北方地区供需格局偏紧, 南方少量新增产能投放, 但下游需求保持充足, 整体行业格局良好。展望全年, 浮法玻璃有望实现供需紧平衡状态, 此外, 随着国内玻璃生产企业技术的不断积累与创新, 产业结构升级进入快车道, 未来电子玻璃、药用玻璃等领域的突破或成为企业业绩增长的全新看点。推荐行业内优质龙头企业**旗滨集团、信义玻璃、南玻 A**。

玻纤行业: 2020 年下半年以来玻纤价格进入上升通道, 持续提价超预期, 2021Q1 继续超预期演绎, 盈利能力创新高, 同时扩张节奏放缓, 供给增量大幅减少, 叠加需求向上修复, 供需格局持续向好, 行业高景气有望持续。中长期看, 行业内头部企业凭借战略和资金优势迅速抢占智能制造赛道, 未来竞争优势有望得到进一步巩固, 推荐**中国巨石、中材科技**。

其他建材: 其他建材包含细分行业众多, 且多数呈现“大行业、小公司”的格局, 而细分行业在成长能力、盈利能力及经营质量等方面的表现差异明显, 且呈现持续分化态势, 龙头企业 α 继续凸显, 凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势迅速崛起, 防水、涂料、建筑五金作为过去几年业绩持续超越行业平均增速的优势赛道有望继续胜出, 获得更快成长。推荐**坚朗五金、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹、科顺股份、三棵树、帝欧家居**。其他细分领域, 建议结合行业和企业发展, 关注“小而美”的精彩, 推荐**海洋王、再升科技、纳川股份**。

● 风险提示: ①宏观经济进一步下行; ②产能限制政策松动, 供给超预期

内容目录

增长韧性犹存，分化仍在继续	6
增长韧性犹存，盈利维持高位.....	6
经营性现金流基本持平，资本开支结构性增长.....	9
行业去杠杆持续，负债水平继续下降.....	12
水泥：区域结构仍有亮点，进退有据，守成为上	13
增速稳步回落，盈利趋稳.....	13
盈利能力有所下滑，整体维持相对高位.....	13
现金流小幅承压，再投资趋于谨慎，去杠杆持续.....	15
区域结构性增长凸显，净现金状态向第二梯队扩散.....	16
行业运行以稳为主，进退有据，守成为上.....	18
玻璃：盈利持续创新高，解放思想，顺势而为	19
增速逐季提升，盈利持续创新高.....	19
盈利能力大幅提升，费用率稳中有降.....	20
现金流大幅改善，再投资意愿明显提升，产业结构升级进入快车道.....	22
行业需求具备支撑，解放思想，顺势而为.....	24
玻纤：高景气持续，余情未了，执手相拥	25
收入利润同步高增长，增速逐季放大.....	25
毛利率回归高位，净利率创新高，费用率延续下降趋势.....	26
现金流逐季改善，扩张节奏放缓.....	28
行业高景气持续，余情未了，执手相拥.....	29
其他建材：分化趋势延续，优势赛道持续胜出	30
整体稳中有升，分化趋势延续.....	30
防水：盈利韧性强，经营质量持续改善.....	34
涂料：高增长持续，盈利质量略有压力.....	37
防水、涂料脱颖而出，资金青睐优质板块/企业.....	39
回归本位，关注低估值、强业绩的优质品种	40
风险提示	41
国信证券投资评级	42
分析师承诺	42
风险提示	42
证券投资咨询业务的说明	42

图表目录

图 1: 2013-2020 建材行业营收及增速	6
图 2: 2013-2020 建材行业归母净利润及增速	6
图 3: 17Q1-21Q1 建材行业单季度营收及增速	6
图 4: 17Q1-21Q1 建材行业单季度归母净利润及增速	6
图 5: 2013-2020 建材行业毛利率、净利率和期间费用率	7
图 6: 17Q1-21Q1 建材单季毛利率、净利率和期间费用率	7
图 7: 2013-2020 建材行业期间费用率	8
图 8: 17Q1-21Q1 建材行业单季度期间费用率	8
图 9: 2013-2020 建材行业分板块毛利率	8
图 10: 17Q1-21Q1 建材行业分板块单季度毛利率	8
图 11: 2013-2020 建材行业分板块净利率	8
图 12: 17Q1-21Q1 建材行业分板块单季度净利率	8
图 13: 2013-2020 建材行业分板块期间费用率	9
图 14: 17Q1-21Q1 建材行业分板块单季度期间费用率	9
图 15: 2013-2020 建材行业分板块应收账款周转率	10
图 16: 2013-2020 建材行业分板块存货周转率	10
图 17: 2013-2020 建材行业经营性净现金流及增速	10
图 18: 17Q1-21Q1 建材单季度经营性净现金流及增速	10
图 19: 2013-2020 建材行业分板块经营性净现金流	10
图 20: 2013-2020 建材构建固定资产等支付现金及增速	11
图 21: 2013-2020 建材分板块构建固定资产等支付现金	11
图 22: 2013-2020 年建材行业在建工程规模及同比增速	11
图 23: 2013-2020 建材分板块在建工程规模	11
图 24: 2013-2020 建材行业分板块“在建工程/固定资产”	12
图 25: 2013-2020 建材行业资产负债率和有息负债率	12
图 26: 17Q1-21Q1 建材各季度末资产负债率和有息负债率	12
图 27: 2013-2020 建材行业分板块资产负债率	12
图 28: 2013-2020 建材行业分板块有息负债率	12
图 29: 2013-2020 水泥板块营收及增速	13
图 30: 2013-2020 水泥板块归母净利润及增速	13
图 31: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度营收及增速	13
图 32: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度归母净利润及增速	13
图 33: 2013-2020 水泥板块毛利率、净利率和期间费用率	14
图 34: 17Q1-21Q1 水泥单季毛利率、净利率和期间费用率	14
图 35: 2013-2020 水泥板块期间费用率	14
图 36: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度期间费用率	14
图 37: 2013-2020 水泥板块经营性净现金流及增速	15
图 38: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度经营性净现金流及增速	15
图 39: 2013-2020 水泥板块构建固定资产等支付现金及增速	16
图 40: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度构建固定资产等支付现金及增速	16
图 41: 2013-2020 水泥板块在建工程规模及增速	16
图 42: 2013-2020 水泥板块“在建工程/固定资产”比值	16
图 43: 2013-2020 水泥板块资产负债率和有息负债率	16
图 44: 17Q1-21Q1 水泥各季度末资产负债率和有息负债率	16
图 45: 西北、华北地区水泥企业资产负债率	17
图 46: 西北、华北地区水泥企业有息负债率	17
图 47: 行业运行的“稳定性”持续加强	18
图 48: 历年同期全国水泥均价（元/吨）	19
图 49: 历年同期全国水泥库容比（%）	19
图 50: 各大区域水泥价格表现	19
图 51: 2013-2020 玻璃板块营收及增速	20
图 52: 2013-2020 玻璃板块归母净利润及增速	20
图 53: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度营收及增速	20
图 54: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度归母净利润及增速	20
图 55: 2013-2020 玻璃板块毛利率、净利率和期间费用率	21

图 56: 17Q1-21Q1 玻璃单季毛利率、净利率和期间费用率.....	21
图 57: 2013-2020 玻璃板块期间费用率.....	21
图 58: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度期间费用率.....	21
图 59: 2013-2020 玻璃板块经营性净现金流及增速.....	22
图 60: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度经营性净现金流及增速.....	22
图 61: 2013-2020 玻璃板块构建固定资产等支付现金及增速.....	23
图 62: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度构建固定资产等支付现金及增速.....	23
图 63: 2013-2020 玻璃板块在建工程规模及增速.....	23
图 64: 2013-2020 玻璃板块“在建工程/固定资产”.....	23
图 65: 玻璃板块各公司近 3 年营业收入规模排序.....	24
图 66: 玻璃板块各公司近 3 年净利润规模排序.....	24
图 67: 浮法玻璃国内主流市场平均价.....	25
图 68: 历史同期浮法玻璃价格(元/吨).....	25
图 69: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存(万重箱).....	25
图 70: 历史同期浮法玻璃生产企业库存(万重箱).....	25
图 71: 2013-2020 玻纤板块营收及增速.....	26
图 72: 2013-2020 玻纤板块归母净利润及增速.....	26
图 73: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度营收及增速.....	26
图 74: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度归母净利润及增速.....	26
图 75: 2013-2020 玻纤板块毛利率、净利率和期间费用率.....	27
图 76: 17Q1-21Q1 玻纤单季毛利率、净利率和期间费用率.....	27
图 77: 2013-2020 玻纤板块期间费用率.....	27
图 78: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度期间费用率.....	27
图 79: 2013-2020 玻纤板块经营性净现金流及增速.....	28
图 80: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度经营性净现金流及增速.....	28
图 81: 2013-2020 玻纤板块构建固定资产等支付现金及增速.....	28
图 82: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度构建固定资产等支付现金及增速.....	28
图 83: 2013-2020 玻纤板块在建工程规模及增速.....	29
图 84: 2013-2020 玻纤板块“在建工程/固定资产”.....	29
图 85: 玻纤和玻纤增强塑料制品 PPI 单月同比持续创新高.....	29
图 86: 国内部分主流企业缠绕直接纱平均出厂价.....	29
图 87: 国内部分主流企业 2400texSMC 合股纱平均出厂价.....	30
图 88: 国内部分主流企业 2400tex 喷射合股纱平均出厂价.....	30
图 89: 国内部分主流企业 2400tex 毡用合股纱平均出厂价.....	30
图 90: 国内部分主流企业 2400tex 板材合股纱平均出厂价.....	30
图 91: 国内部分主流企业 G75 电子纱价格.....	30
图 92: 国内重点池窑企业库存持续低位.....	30
图 93: 2013-2020 其他建材板块营收及增速.....	31
图 94: 2013-2020 其他建材板块归母净利润及增速.....	31
图 95: 17Q1-21Q1 其他建材板块单季度营收及增速.....	31
图 96: 17Q1-21Q1 其他建材板块单季度归母净利润及增速.....	31
图 97: 2013-2020 其他建材毛利率、净利率和期间费用率.....	32
图 98: 17Q1-21Q1 其他建材单季毛利率、净利率和期间费用率.....	32
图 99: 2020 其他建材细分子行业营业收入增速和归母净利润增速.....	33
图 100: 2020 其他建材细分子行业毛利率和净利率.....	33
图 101: 2013-2020 防水板块营收及增速.....	33
图 102: 2013-2020 防水板块归母净利润及增速.....	33
图 103: 2013-2020 涂料板块营收及增速.....	34
图 104: 2013-2020 涂料板块归母净利润及增速.....	34
图 105: 2013-2020 建筑五金板块营收及增速.....	34
图 106: 2013-2020 建筑五金板块归母净利润及增速.....	34
图 107: 2013-2020 防水板块单季度营业收入及增速.....	34
图 108: 17Q1-21Q1 防水板块单季度归母净利润及增速.....	34
图 109: 2013-2020 防水板块经营性净现金流及增速.....	35
图 110: 17Q1-21Q1 防水板块单季度经营性净现金流及增速.....	35
图 111: 2013-2020 防水板块毛利率、净利率和期间费用率.....	35
图 112: 17Q1-21Q1 防水单季毛利率、净利率和期间费用率.....	35
图 113: 近 3 年防水板块各公司毛利率.....	36
图 114: 近 3 年防水板块各公司净利率.....	36

图 115: 2013-2020 防水板块应收账款周转率和存货周转率.....	36
图 116: 2013-2020 防水板块收现比	36
图 117: 2013-2020 防水板块资产负债率和有息负债率.....	36
图 118: 17Q1-21Q1 防水各季度末资产负债率和有息负债率	36
图 119: 2013-2020 涂料板块单季度营业收入及增速	37
图 120: 17Q1-21Q1 涂料板块单季度归母净利润及增速.....	37
图 121: 2013-2020 涂料板块经营性净现金流及增速	37
图 122: 17Q1-21Q1 涂料板块单季度经营性净现金流及增速.....	37
图 123: 2013-2020 涂料板块毛利率、净利率和期间费用率	38
图 124: 17Q1-21Q1 涂料单季毛利率、净利率和期间费用率.....	38
图 125: 近 3 年涂料板块各公司毛利率.....	38
图 126: 近 3 年涂料板块各公司净利率.....	38
图 127: 2013-2020 涂料应收账款周转率和存货周转率.....	39
图 128: 2013-2020 涂料板块收现比	39
图 129: 2013-2020 涂料板块资产负债率和有息负债率.....	39
图 130: 17Q1-21Q1 涂料各季末资产负债率和有息负债率	39
图 131: 防水/涂料板块对比行业和沪深 300 具备相对收益	40
图 132: 防水/涂料板块 2021 年涨幅位居行业前列.....	40

表 1: 2020 及 2021Q1 建材行业分板块营收及归母净利润情况	7
表 2: 建材行业 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	9
表 3: 水泥板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	14
表 4: 水泥板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速.....	17
表 5: 水泥板块部分上市公司近 3 年吨经营指标对比	17
表 6: 水泥板块近 5 年净现金状态呈逐步扩散	18
表 7: 玻璃板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	21
表 8: 玻璃板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速.....	23
表 9: 玻纤板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	27
表 10: 其他建材板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	32
表 11: 防水板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速.....	35
表 12: 防水板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速	35
表 13: 防水板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速	36
表 14: 涂料板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速.....	38
表 15: 涂料板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速	38
表 16: 涂料板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速	39

增长韧性犹存，分化仍在继续

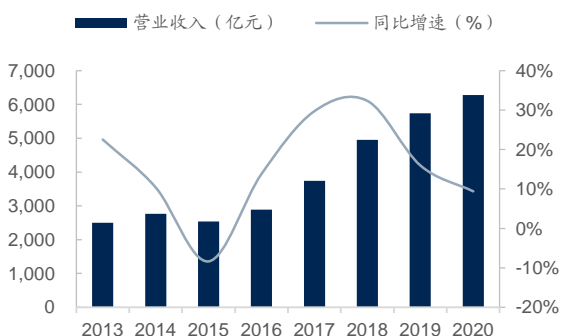
我们选取建材行业 87 家上市公司为样本（其中：水泥 16 家、玻璃 9 家、玻纤 6 家、其他建材 56 家），用整体法统计分析，对行业 2020 年报及 2021 一季报表现进行回顾和总结。

增长韧性犹存，盈利维持高位

平稳增长有韧性，2021Q1 同比恢复显著。2020 年建材行业共实现营业收入 6279.7 亿元，同比+9.4%，实现归母净利润 875.7 亿元，同比+15.1%，扣非归母净利润 798.5 亿元，同比+9.3%，虽然受疫情影响，但整体保持相对平稳增长，其中水泥/玻璃/玻纤和其他建材营收增速分别为 +7.1%/+7.7%/+23.4%/+11.3%，归母净利润增速分别为 +1.9%/+81%/+24.2%/+49.8%。

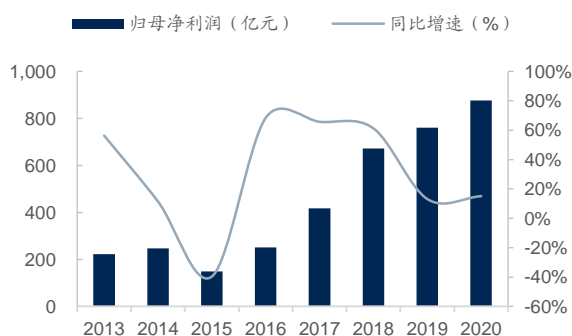
2021Q1 实现营业收入 1300.2 亿元，同比+63.4%，同比（2019Q1）+30.9%，实现归母净利润 155.2 亿元，同比+105.7%，同比（2019Q1）+31.7%，扣非归母净利润 143.4 亿元，同比+110.6%，同比（2019Q1）+33.4%；分板块看，水泥/玻璃/玻纤/其他建材营收增速分别为 +51.6%/+81.9%/+49.7%/+79.7%，归母净利润增速分别为 +31.9%/+481.9%/+189.5%/+406.9%，板块间分化仍在继续，玻璃、玻纤和其他建材利润增速远高于收入增速，弹性进一步凸显。

图 1：2013-2020 建材行业营收及增速



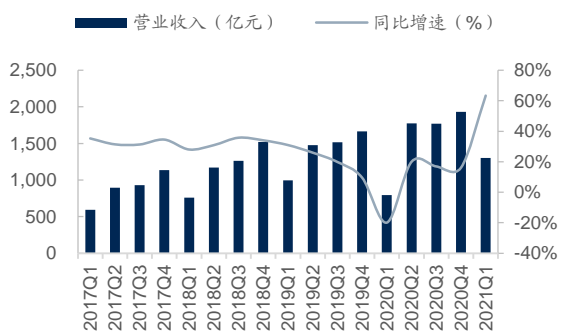
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：2013-2020 建材行业归母净利润及增速



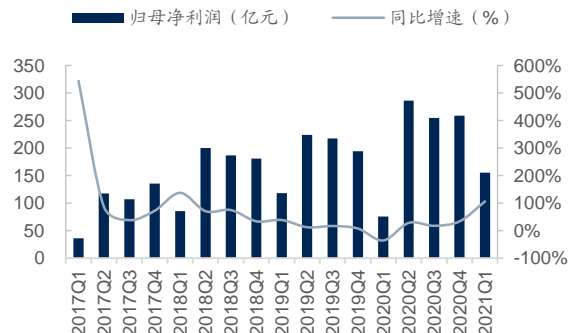
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：17Q1-21Q1 建材行业单季度营收及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4：17Q1-21Q1 建材行业单季度归母净利润及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 1: 2020 及 2021Q1 建材行业分板块营收及归母净利润情况

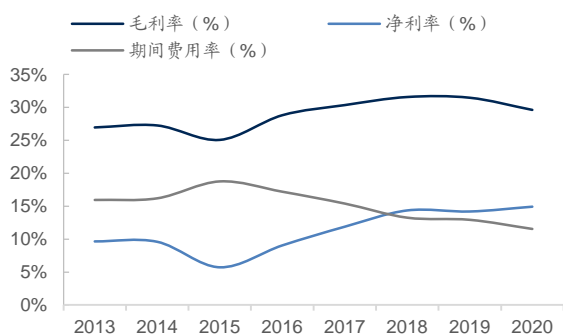
行业分类	2019	2020	同比增速 (%)	2020 占比 (%)	2020Q1	2021Q1	同比增速 (%)	同比 2019Q1 (%)	2021Q1 占比 (%)
营业收入 (亿元)	5740.72	6279.72	9.39%	100.00%	795.94	1300.15	63.35%	30.85%	100.00%
水泥	3124.24	3346.62	7.12%	53.29%	399.86	606.31	51.63%	11.62%	46.63%
玻璃	425.30	457.90	7.66%	7.29%	74.43	135.41	81.93%	54.87%	10.41%
玻纤	297.52	367.07	23.38%	5.85%	64.87	97.13	49.72%	60.19%	7.47%
其他建材	1893.66	2108.14	11.33%	33.57%	256.78	461.30	79.65%	52.57%	35.48%
归母净利润 (亿元)	761.01	875.72	15.07%	100.00%	75.44	155.17	105.68%	31.69%	100.00%
水泥	548.40	558.69	1.88%	63.80%	57.70	76.08	31.87%	-10.83%	49.03%
玻璃	28.72	51.98	80.99%	5.94%	4.98	28.96	481.87%	431.06%	18.67%
玻纤	40.77	50.63	24.18%	5.78%	6.72	19.44	189.54%	142.35%	12.53%
其他建材	143.12	214.42	49.81%	24.48%	6.05	30.68	406.88%	61.18%	19.77%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利能力维持相对高位,费用率延续优化趋势。2020 年建材行业平均毛利率和净利率分别为 29.6%和 14.9%, 同比-1.85pct 和+0.73pct, 毛利率下滑主因执行新收入准则, 将原计入销售费用的运输费、装卸费计入生产成本所致; 期间费用率整体延续优化趋势, 同比下滑 1.39pct 至 11.5%, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.97%/4.73%/1.04%/1.8%, 同比-1.2pct/-0.33pct/-0.17pct/+0.3pct。

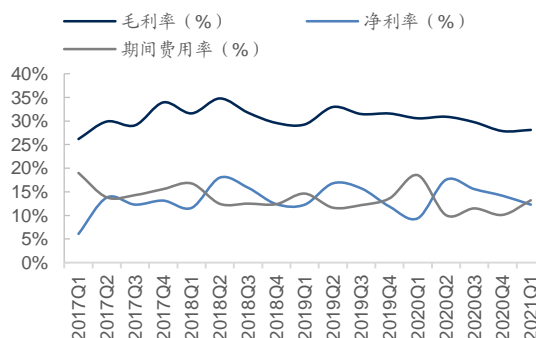
2021Q1 毛利率 28.1%, 同比-2.46pct, 环比+0.25pct, 毛利率同比下滑一方面因准则调整因素影响, 另一方面因部分产品价格较去年同期有所下滑以及原材料成本上涨所致; 分板块看, 水泥/玻璃/玻纤和其他建材毛利率分别为 26.7%/37.9%/36.5%/25.3%, 同比-7.69pct/+10.84pct/+7.55pct/-0.73pct, 玻璃和玻纤受益于产品价格大幅上涨, 毛利率进一步提升。期间费用率 13.2%, 同比-5.32pct, 环比+3.09pct, 其中水泥/玻璃/玻纤和其他建材分别为 10.7%/13.1%/12.6%/16.6%, 同比-5.24pct/-4.93pct/-3.34pct/-6.68pct。受益于费用率同比下滑, 净利率 12.27%, 同比+2.89pct, 环比-1.89pct。

图 5: 2013-2020 建材行业毛利率、净利率和期间费用率



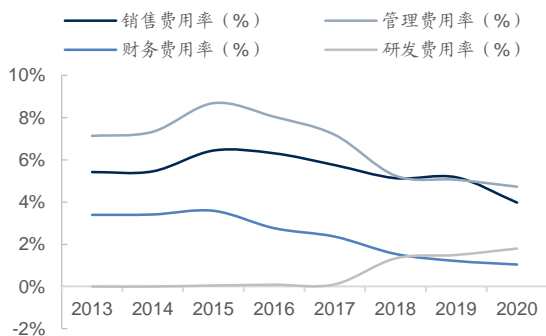
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 17Q1-21Q1 建材单季毛利率、净利率和期间费用率



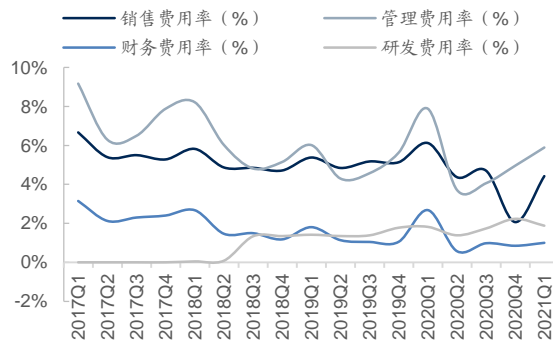
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：2013-2020 建材行业期间费用率



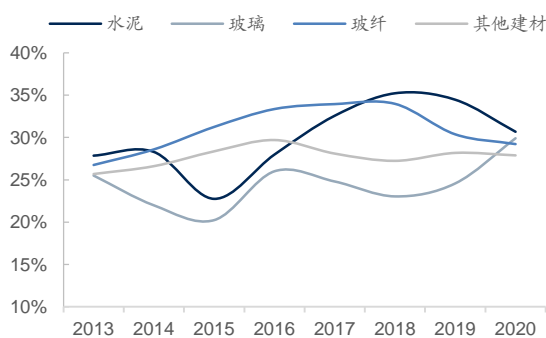
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：17Q1-21Q1 建材行业单季度期间费用率



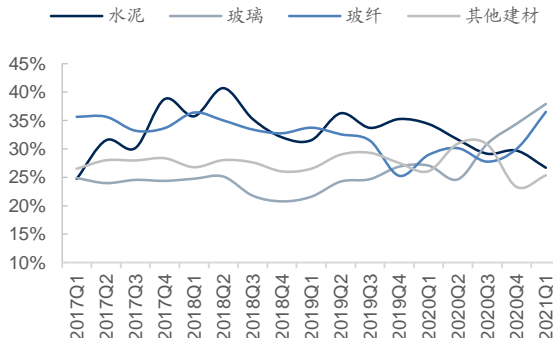
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：2013-2020 建材行业分板块毛利率



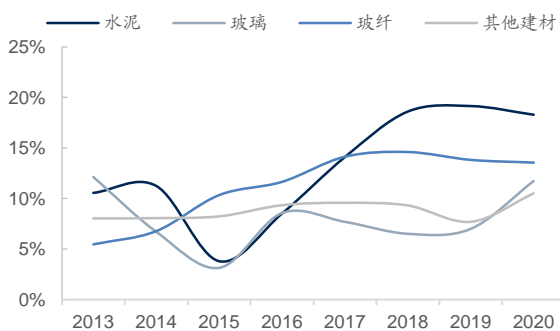
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 10：17Q1-21Q1 建材行业分板块单季度毛利率



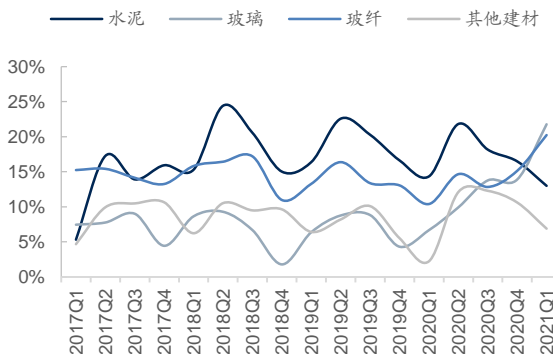
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 11：2013-2020 建材行业分板块净利率

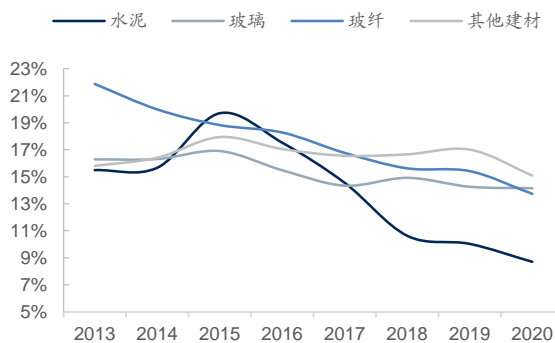


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

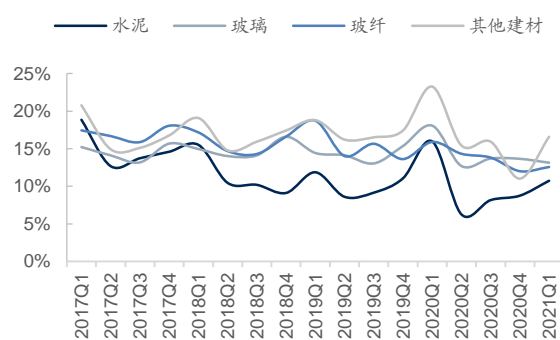
图 12：17Q1-21Q1 建材行业分板块单季度净利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 13：2013-2020 建材行业分板块期间费用率


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 14：17Q1-21Q1 建材行业分板块单季度期间费用率


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 2：建材行业 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2019	2020	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	同比 2019Q1
营业收入	5,740.72	6,279.72	9.39%	795.94	1,300.15	63.35%	30.85%
营业成本	3,935.36	4,420.74	12.33%	552.60	934.64	69.13%	32.98%
毛利率 (%)	31.45%	29.60%	降低 1.85pct	30.57%	28.11%	降低 2.46pct	降低 1.15pct
销售费用	296.80	249.59	-15.90%	48.76	57.53	17.98%	7.60%
销售费用率 (%)	5.17%	3.97%	降低 1.20pct	6.13%	4.42%	降低 1.70pct	降低 0.96pct
管理费用	290.20	296.85	2.29%	62.79	76.63	22.04%	28.10%
管理费用率 (%)	5.06%	4.73%	降低 0.33pct	7.89%	5.89%	降低 1.99pct	降低 0.13pct
财务费用	69.35	65.37	-5.73%	21.34	13.00	-39.10%	-27.56%
财务费用率 (%)	1.21%	1.04%	降低 0.17pct	2.68%	1.00%	降低 1.68pct	降低 0.81pct
研发费用	85.79	112.98	31.69%	14.50	24.45	68.64%	73.66%
研发费用率 (%)	1.49%	1.80%	提高 0.30pct	1.82%	1.88%	提高 0.06pct	提高 0.46pct
其他收益	52.03	57.51	10.55%	9.46	10.38	9.68%	15.08%
投资净收益	46.13	58.21	26.20%	4.46	6.03	35.37%	-30.08%
公允价值变动净收益	8.85	3.42	-61.42%	1.27	5.07	297.74%	34.42%
资产减值损失	-43.54	-28.75	-33.97%	-0.90	-0.03	-96.52%	-108.03%
信用减值损失	-26.86	-27.00	0.51%	-0.15	-4.05	2656.16%	-800.73%
营业利润	1,049.46	1,159.82	10.52%	101.01	199.37	97.37%	28.98%
营业利润率 (%)	18.28%	18.47%	提高 0.19pct	12.69%	15.33%	提高 2.64pct	降低 0.22pct
利润总额	1,031.26	1,167.83	13.24%	101.76	200.99	97.51%	28.73%
净利润	814.52	936.77	15.01%	74.69	159.58	113.65%	30.88%
净利润率 (%)	14.19%	14.92%	提高 0.73pct	9.38%	12.27%	提高 2.89pct	提高 0.003pct
归属母公司股东的净利润	761.01	875.72	15.07%	75.44	155.17	105.68%	31.69%

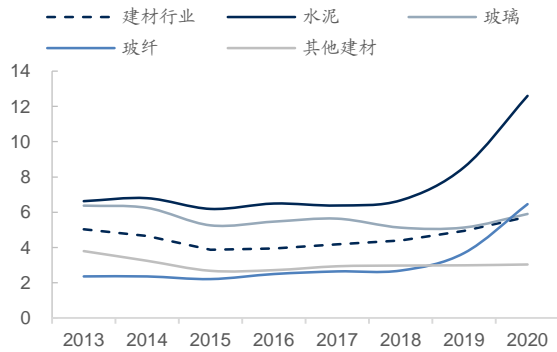
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：统计数据基于跟踪的 86 家建材上市公司）

经营性现金流基本持平，资本开支结构性增长

周转率持续提升，经营性现金流基本持平。截至 2020 年末建材行业整体应收账款及票据 1108.8 亿元，同比+2.5%，存货 672.1 亿元，同比+1.8%，增长总体平稳，周转率持续提升，应收账款周转率和存货周转率分别为 5.73 次和 6.63 次，上年同期为 4.94 次和 6.09 次，其中水泥周转率提升最为显著，经营质量持续大幅改善。

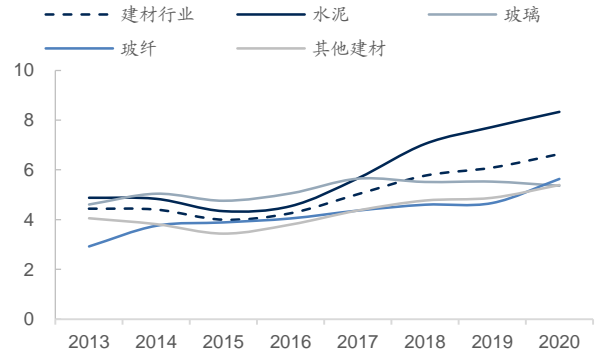
2020年建材行业合计实现经营活动现金流净额1089亿元，同比-0.7%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别为711.1/95.2/65.8/216.8亿元，同比-7.4%/+41.2%/+1.7%/+10.4%，水泥同比下滑主因原料价格大幅上涨，购买商品及劳务支付的现金同比增加所致。2021Q1实现经营活动现金流净额-1.76亿元，同比+98.1%，逐步回归常态。

图 15: 2013-2020 建材行业分板块应收账款周转率



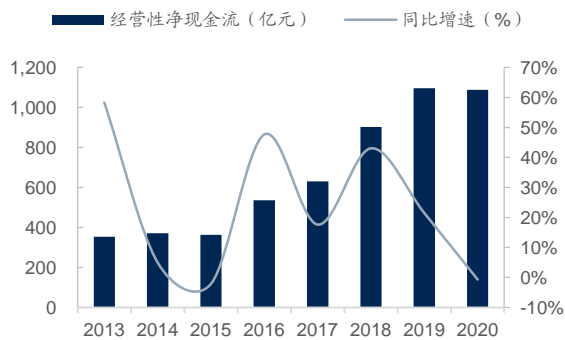
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: 2013-2020 建材行业分板块存货周转率



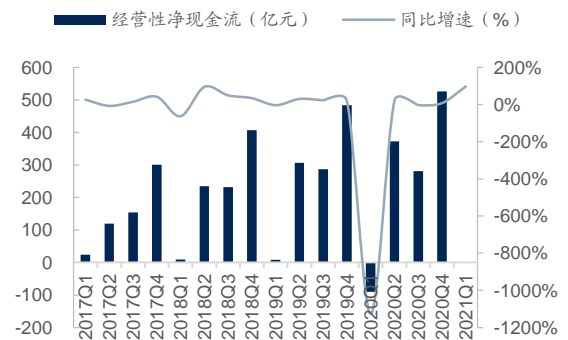
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: 2013-2020 建材行业经营性净现金流及增速



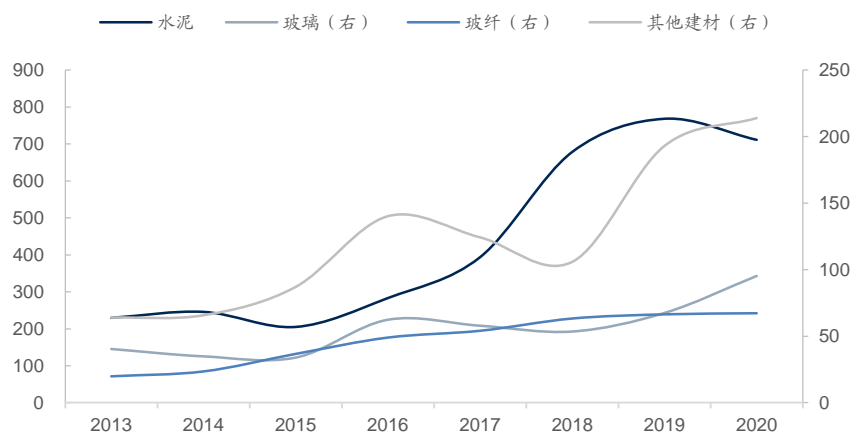
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 17Q1-21Q1 建材单季度经营性净现金流及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: 2013-2020 建材行业分板块经营性净现金流

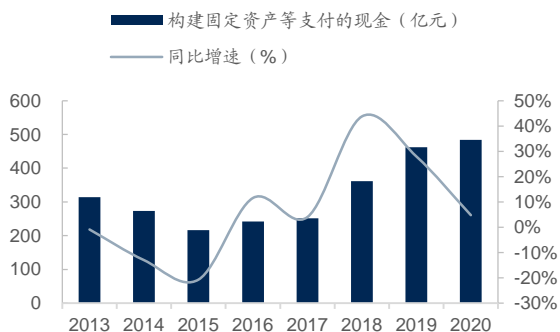


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

资本开支结构性增长，玻璃板块扩张意愿明显。从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看，2020年建材行业构建固定资产等支付现金合计487.4亿元，同比+4.5%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别实现237.1/56.8/51.7/141.8亿元，同比+15.3%/+38.9%/-35.3%/+1.5%，玻璃板块扩张意愿明显主要受益光伏领域高景气，水泥板块则主要集中于骨料、混凝土等产业链相关领域延伸布局和结构性升级扩张，意在实现更有质量的增长。

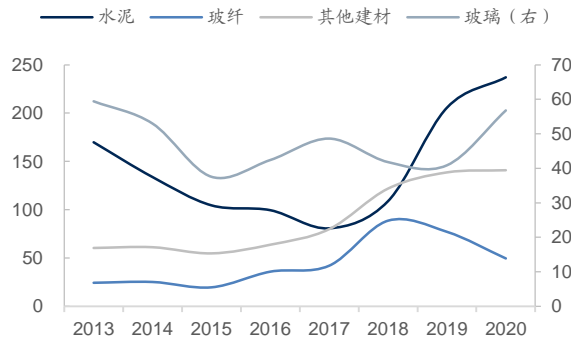
从企业在建工程规模来看，也呈现类似趋势。截至2020年末，建材行业在建工程规模333.4亿元，同比-0.81%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别为132.9/65.8/44.5/90.2亿元，同比-8.3%/+29.8%/-6.0%/-3.2%；以“在建工程/固定资产”衡量，除玻璃外其他板块均呈现不同程度下行趋势，玻璃板块比值明显提升主要系部分企业生产线冷修技改及新建项目投入所致，其中新建项目以光伏、电子等非建筑高端应用领域为主。

图 20: 2013-2020 建材构建固定资产等支付现金及增速



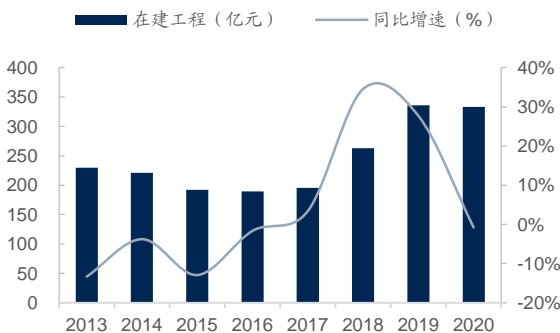
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 2013-2020 建材分板块构建固定资产等支付现金



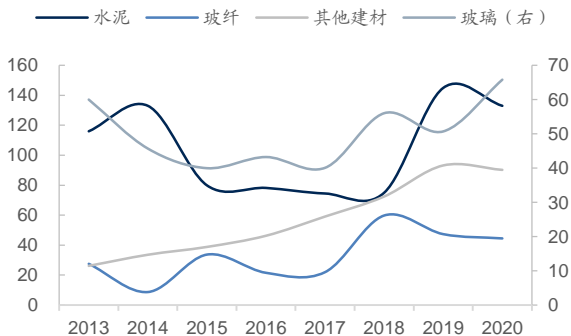
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 2013-2020 年建材行业在建工程规模及同比增速



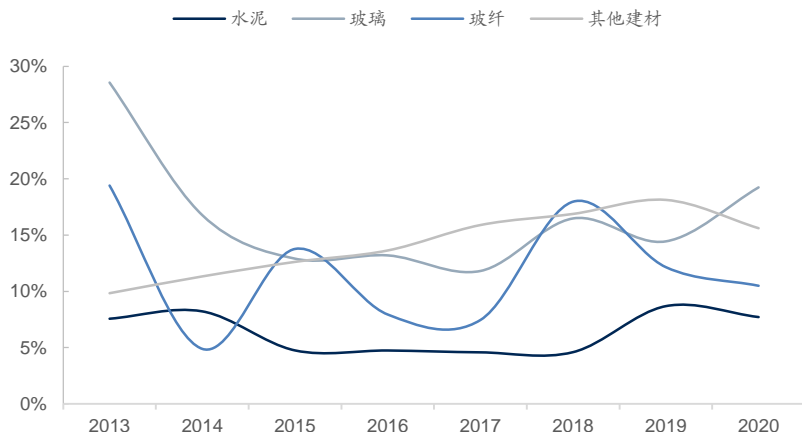
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 2013-2020 建材分板块在建工程规模



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 2013-2020 建材行业分板块“在建工程/固定资产”

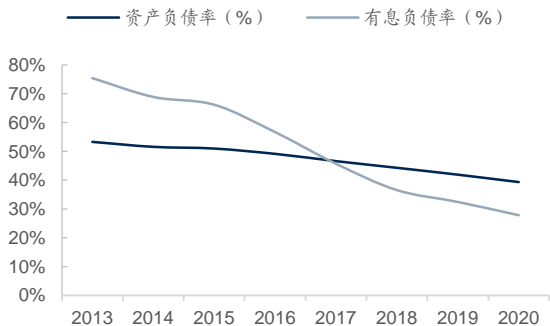


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

行业去杠杆持续，负债水平继续下降

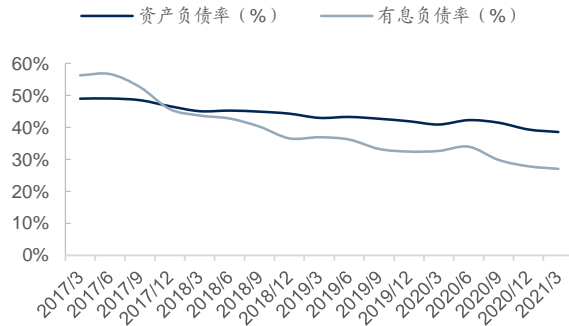
截至 2020 年末建材行业平均资产负债率 39.34%，较 2019 年末下降 2.58pct，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别为 32.4%/44.9%/52.6%/45.3%，分别较上年末 -3.75pct/-4.47pct/+0.12pct/-1.37pct；2021Q1 资产负债率进一步下降至 38.55%，较年初下降 0.78pct。有息负债率呈现类似趋势，且下降趋势更为明显，2020 年末同比下降 4.6pct 至 27.83%，2021Q1 进一步下降 0.8pct 至 27.04%。

图 25: 2013-2020 建材行业资产负债率和有息负债率



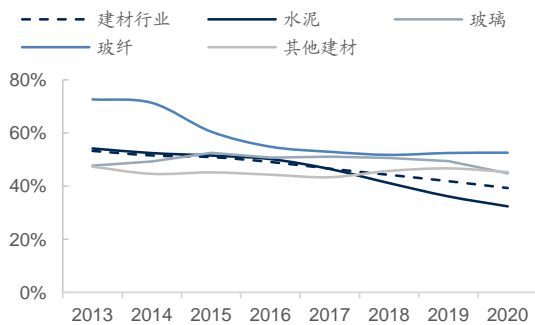
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 26: 17Q1-21Q1 建材各季度末资产负债率和有息负债率



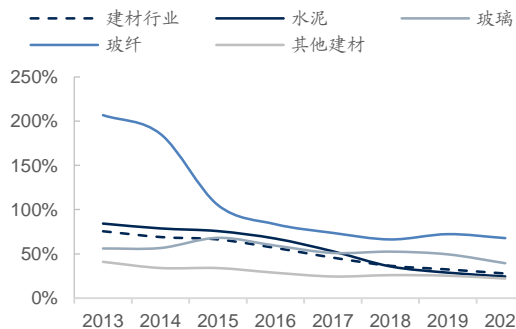
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 27: 2013-2020 建材行业分板块资产负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 28: 2013-2020 建材行业分板块有息负债率



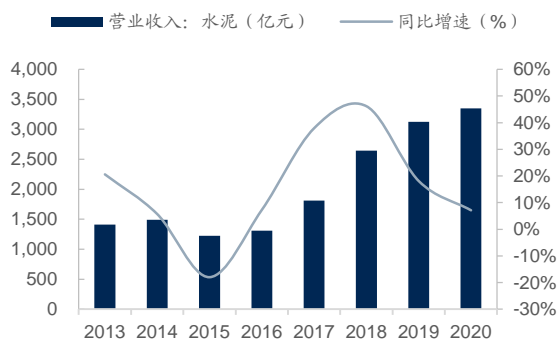
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

水泥：区域结构仍有亮点，进退有据，守成为上

增速稳步回落，盈利趋稳

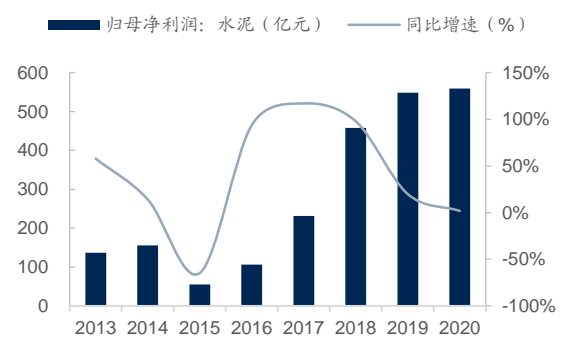
我们统计的水泥板块标的共 16 个，2020 年实现营业收入 3346.6 亿元，同比 +7.1%，实现归母净利润 558.7 亿元，同比 +1.9%，扣非归母净利润 514.8 亿元，同比 -1.6%；其中 Q4 实现营业收入 998.9 亿元，同比 +9.7%，实现归母净利润 151.6 亿元，同比 +2.5%，增速稳步回落。2020Q1 分别实现营业收入和归母净利润 606.3 亿元和 76.1 亿元，同比 +51.6%和 +31.9%，同比（2019Q1）+11.6%和 -10.8%。

图 29：2013-2020 水泥板块营收及增速



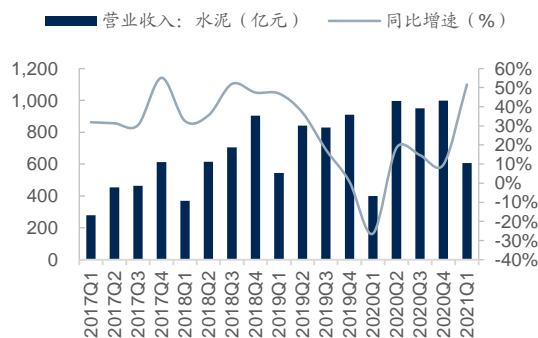
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 30：2013-2020 水泥板块归母净利润及增速



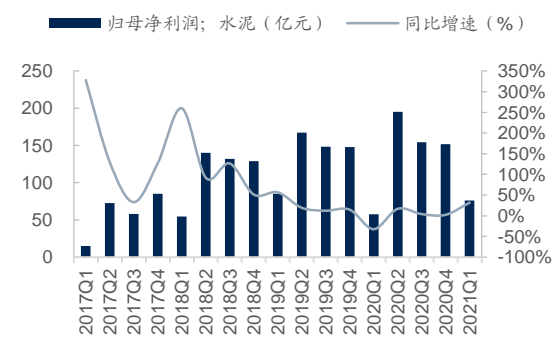
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 31：17Q1-21Q1 水泥板块单季度营收及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 32：17Q1-21Q1 水泥板块单季度归母净利润及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

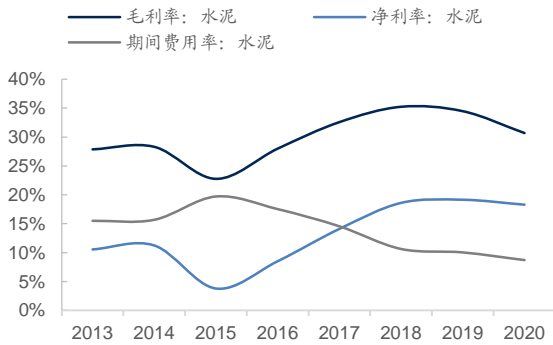
盈利能力有所下滑，整体维持相对高位

2020 年水泥板块毛利率和净利率分别为 30.7%和 18.3%，同比 -3.78pct 和 -0.86pct，毛利率大幅下滑主因主要原燃料价格同比上涨，及新收入准则将原计入销售费用的运输费、装卸费计入生产成本所致；期间费用率 8.7%，同比 -1.33pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.09%/4.47%/0.66%/0.49%，同比 -0.65pct/-0.59pct/-0.3pct/+0.21pct。

2021Q1 毛利率 26.7%，同比 -7.69pct，环比 -3.01pct，净利率 13%，同比 -1.34pct，环比 -3.5pct，毛利率同比和环比明显下滑一方面因准则调整因素影响，另一方面因 Q1 水泥均价同比下滑及原燃料成本有所上涨所致；期间费用率 10.7%，同比 -5.24pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比

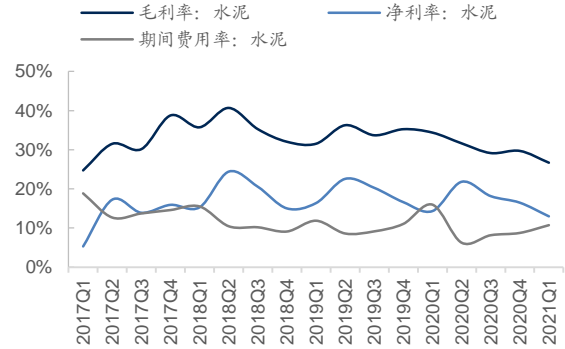
-1.14pct/-2.07pct/-2.13pct/+0.1pct.

图 33: 2013-2020 水泥板块毛利率、净利率和期间费用率



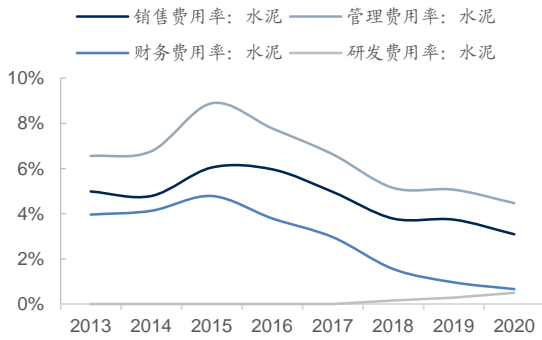
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 34: 17Q1-21Q1 水泥单季毛利率、净利率和期间费用率



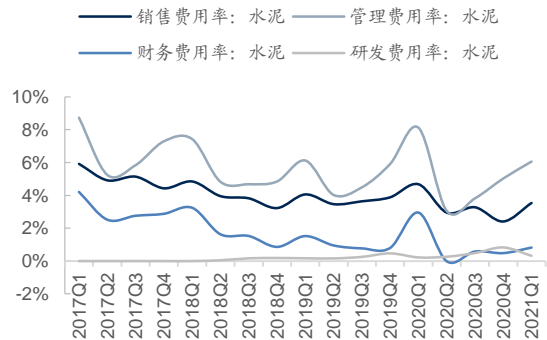
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 2013-2020 水泥板块期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 36: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 3: 水泥板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2019	2020	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	同比 2019Q1
营业收入	3,124.24	3,346.62	7.12%	399.86	606.31	51.63%	11.62%
营业成本	2,047.46	2,319.84	13.30%	262.39	444.49	69.40%	19.51%
毛利率 (%)	34.47%	30.68%	降低 3.78pct	34.38%	26.69%	降低 7.69pct	降低 4.84pct
销售费用	116.69	103.32	-11.46%	18.70	21.45	14.69%	-2.67%
销售费用率 (%)	3.74%	3.09%	降低 0.65pct	4.68%	3.54%	降低 1.14pct	降低 0.52pct
管理费用	158.12	149.49	-5.46%	32.48	36.72	13.04%	10.44%
管理费用率 (%)	5.06%	4.47%	降低 0.59pct	8.12%	6.06%	降低 2.07pct	降低 0.06pct
财务费用	29.94	22.06	-26.33%	11.80	4.98	-57.84%	-39.78%
财务费用率 (%)	0.96%	0.66%	降低 0.30pct	2.95%	0.82%	降低 2.13pct	降低 0.70pct
研发费用	8.68	16.43	89.40%	0.89	1.95	118.77%	112.02%
研发费用率 (%)	0.28%	0.49%	提高 0.21pct	0.22%	0.32%	提高 0.10pct	提高 0.15pct
其他收益	27.89	31.80	14.02%	4.82	4.61	-4.35%	-6.05%
投资净收益	37.32	48.52	30.00%	3.77	3.84	2.02%	-48.27%
公允价值变动净收益	7.40	1.59	-78.57%	1.67	5.00	198.68%	65.16%
资产减值损失	-25.92	-9.23	-64.40%	-0.25	-0.02	-93.41%	-120.28%

表 3: 水泥板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

信用减值损失	-11.87	-7.49	-36.91%	-0.11	0.09	-178.73%	-66.91%
营业利润	768.39	777.37	1.17%	78.13	103.74	32.77%	-9.71%
营业利润率 (%)	24.59%	23.23%	降低 1.37pct	19.54%	17.11%	降低 2.43pct	降低 4.04pct
利润总额	770.43	786.32	2.06%	79.79	105.41	32.11%	-9.19%
净利润	598.11	611.99	2.32%	57.29	78.73	37.41%	-11.47%
净利润率 (%)	19.14%	18.29%	降低 0.86pct	14.33%	12.99%	降低 1.34pct	降低 3.39pct
归属母公司股东的净利润	548.40	558.69	1.88%	57.70	76.08	31.87%	-10.83%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 16 家水泥上市公司)

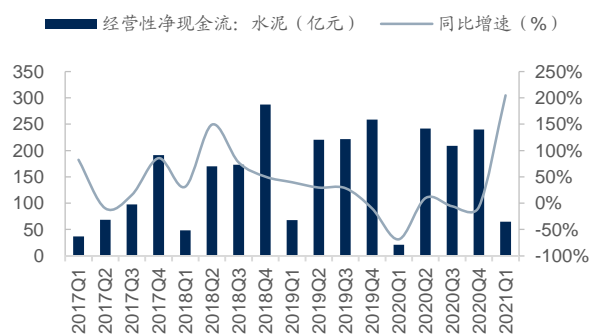
现金流小幅承压, 再投资趋于谨慎, 去杠杆持续

2020 年水泥板块实现经营活动净现金流 711.1 亿元, 同比-7.4%, 现金流小幅承压主因下半年原料价格大幅上涨, 购买商品及劳务支付的现金同比增加所致, 2021Q1 实现经营活动净现金流 64.8 亿元, 同比+204.6%, 同比(2019Q1)-4.4%, 回归常态水平。

盈利和现金流整体趋稳的背景下, 再投资行为趋于谨慎, 企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”增速明显回落, 2020 年水泥板块构建固定资产等支付现金 237.1 亿元, 同比+15.3%, 在建工程规模亦同步缩减, 主要集中于骨料、混凝土等产业链相关领域的延伸布局。去杠杆持续, 负债率水平继续下行至历史最低水平, 截至 2020 年末水泥板块平均资产负债率、有息负债率分别为 32.4%和 24.4%, 同比-3.75pct 和-4.35pct, 2021Q1 进一步下降至 31.9%和 23.9%。

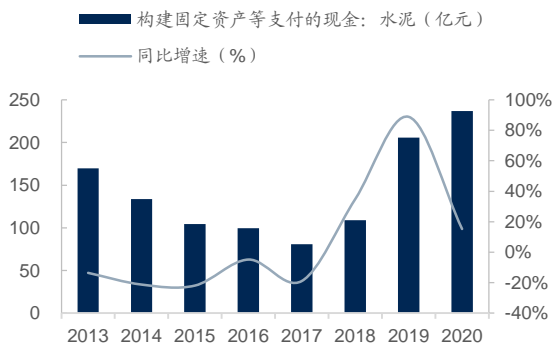
图 37: 2013-2020 水泥板块经营性净现金流及增速


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 38: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度经营性净现金流及增速


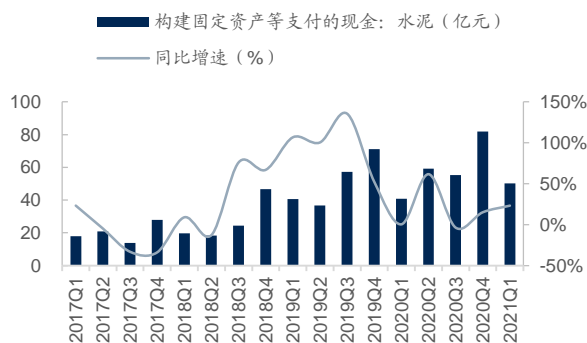
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 2013-2020 水泥板块构建固定资产等支付现金及增速



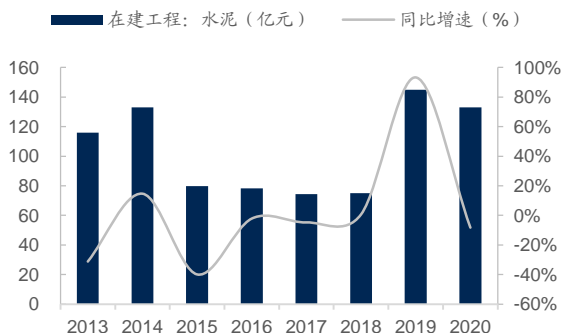
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 40: 17Q1-21Q1 水泥板块单季度构建固定资产等支付现金及增速



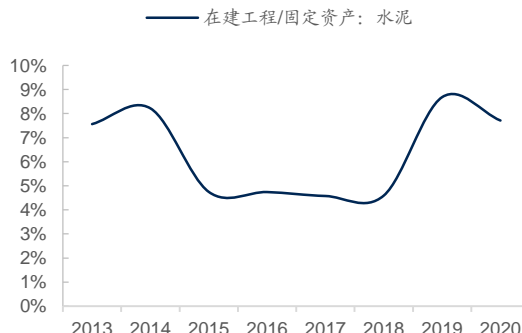
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 41: 2013-2020 水泥板块在建工程规模及增速



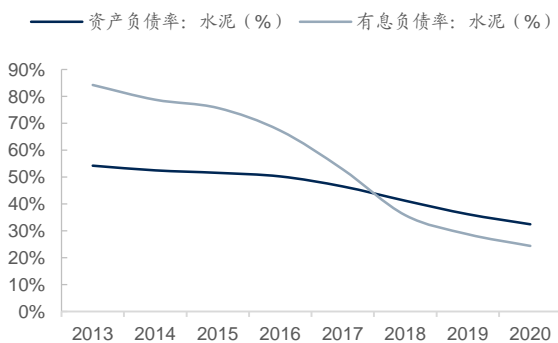
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 42: 2013-2020 水泥板块“在建工程/固定资产”比值



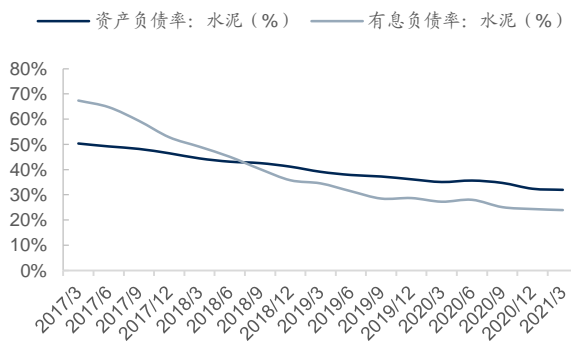
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 43: 2013-2020 水泥板块资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 44: 17Q1-21Q1 水泥各季度末资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

区域结构性增长凸显，净现金状态向第二梯队扩散

具体到公司层面，从营业收入增速和净利润增速来看，2020 年水泥板块整体从前两年的普涨状态转换为结构性增长，龙头优势进一步巩固，区域差异持续凸显，华东、华南地区增速从领跑到趋稳，并逐步向西北、华北地区扩散；业绩的增长带来现金流同步改善，经营性净现金流增速也呈现出类似趋势。从吨指标来看，南北地区差异依旧维持，华北地区和西北地区仍相对落后。

现金流改善加速行业去杠杆，从资产负债率、有息负债率（有息负债/净资产）来看，西北、华北地区下降趋势明显，并逐步进入净现金状态。

表 4：水泥板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速

	营业收入同比增速 (%)			净利润同比增速 (%)			经营性净现金流同比增速 (%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
冀东水泥	101.8%	11.9%	2.8%	1851.9%	91.6%	5.7%	141.7%	25.9%	6.2%
海螺水泥	70.5%	22.3%	12.2%	86.5%	12.1%	5.9%	107.7%	13.0%	-14.6%
上峰水泥	15.6%	39.7%	-13.2%	93.7%	59.9%	-13.9%	76.6%	71.9%	-35.5%
万年青	43.9%	11.6%	10.0%	118.3%	11.8%	6.9%	58.5%	-2.7%	-8.8%
华新水泥	31.5%	14.5%	-6.6%	158.0%	23.1%	-12.1%	102.3%	22.5%	-13.2%
塔牌集团	45.3%	3.9%	2.3%	138.9%	0.6%	2.8%	174.9%	-20.6%	16.4%
祁连山	-3.3%	20.0%	12.7%	30.2%	89.8%	18.5%	25.4%	58.0%	12.9%
天山股份	12.0%	22.1%	-10.3%	339.7%	47.7%	-6.1%	47.3%	55.6%	-4.1%
宁夏建材	-4.2%	14.8%	6.7%	26.8%	76.3%	24.2%	-43.1%	85.4%	10.3%
青松建化	14.9%	30.1%	-3.3%	-59.1%	-636.8%	111.7%	40.2%	65.2%	-59.7%
西藏天路	39.8%	11.9%	25.9%	48.2%	-3.0%	-4.0%	25.9%	2.9%	-15.6%
四川双马	-29.4%	-6.7%	-18.7%	185.0%	3.2%	22.3%	11.8%	29.5%	-33.1%
福建水泥	60.7%	3.3%	-2.7%	-259.9%	22.4%	-39.6%	773.3%	-30.9%	-37.2%
亚泰集团	-20.0%	20.4%	14.6%	-111.0%	-9.1%	41.8%	-58.2%	-95.5%	2735.5%
尖峰集团	19.0%	5.5%	-8.5%	73.7%	19.5%	-19.6%	51.1%	-20.3%	18.1%
金圆股份	57.2%	2.5%	6.1%	10.8%	30.0%	-16.5%	84.0%	18.7%	-12.3%

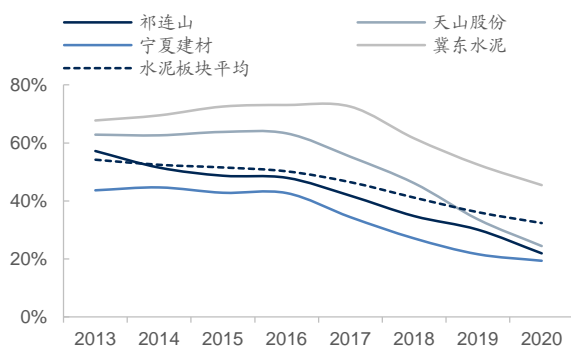
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：基于跟踪的 16 家水泥公司，增速>0 红色，增速<0 绿色）

表 5：水泥板块部分上市公司近 3 年吨经营指标对比

		吨价格 (元/吨)			吨成本 (元/吨)			吨毛利 (元/吨)			吨净利 (元/吨)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
华东	海螺水泥	328	336	325	173	179	171	155	158	154	103	106	112
	万年青	315	327	310	199	208	193	116	119	116	58	60	54
华中	华新水泥	338	354	326	201	208	190	137	146	136	70	79	69
华南	塔牌集团	344	340	339	200	210	202	144	130	137	96	89	93
华北	冀东水泥	291	315	287	202	200	189	89	115	98	26	51	48
	祁连山	277	278	300	184	175	187	93	103	113	34	54	61
西北	天山股份	353	377	356	217	220	219	136	157	137	55	71	70
	宁夏建材	236	229	230	151	147	154	84	82	76	27	40	47

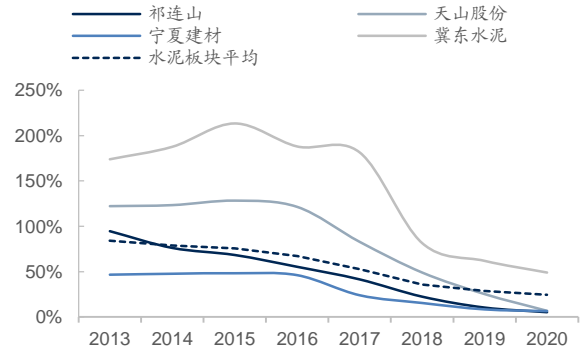
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 45：西北、华北地区水泥企业资产负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 46：西北、华北地区水泥企业有息负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 6: 水泥板块近 5 年净现金状态呈逐步扩散

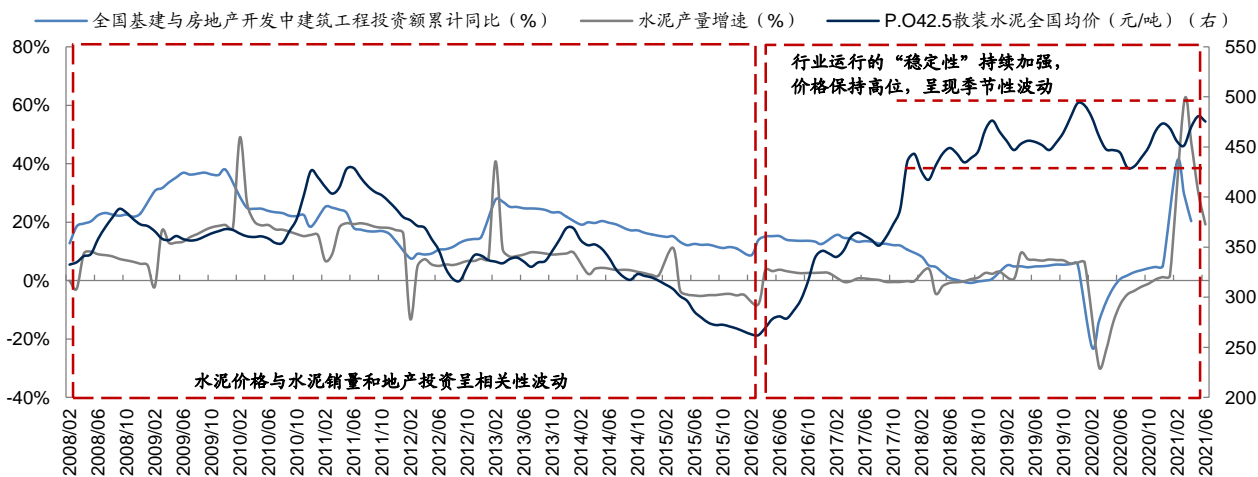
	2016	2017	2018	2019	2020
冀东水泥	-178.07	-168.22	-100.65	-118.55	-98.48
海螺水泥	-3.95	107.81	273.86	432.32	517.23
上峰水泥	-7.93	-12.07	-1.67	14.42	2.86
万年青	-12.63	-6.31	10.15	18.63	20.63
华新水泥	-70.55	-65.73	-18.12	9.03	6.94
塔牌集团	-0.29	9.77	14.72	12.87	20.25
祁连山	-24.45	-16.51	-9.36	-3.24	6.58
天山股份	-69.58	-49.87	-30.52	-18.67	3.90
宁夏建材	-11.51	-3.60	-1.62	3.41	2.92
青松建化	-36.50	-28.02	-21.36	-13.12	-11.79
西藏天路	-8.64	-0.57	-0.76	-2.67	-13.21
四川双马	-6.59	-10.71	2.36	6.16	13.52
福建水泥	-15.33	-15.35	-6.71	-6.39	-9.10
亚泰集团	-258.08	-240.70	-222.25	-236.73	-201.93
尖峰集团	-6.00	-3.82	-2.21	-0.81	-2.61
金圆股份	-11.81	-13.13	-12.46	-15.83	-23.13

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (净现金=货币资金-有息负债, 大于 0 为红色)

行业运行以稳为主, 进退有据, 守成为上

自 2018 年我们在年度投资策略《新均衡、新思路》中首次提出“新均衡”理论以来, 水泥行业持续得到验证, 即在行业快速扩张周期过去后, 在当前需求增速放缓、供给受到严控的环境下, 行业供需轧差逐步收敛并有望持续保持未付震荡的格局, 行业“稳定性”持续加强, 盈利在历史高位得以维持。

图 47: 行业运行的“稳定性”持续加强



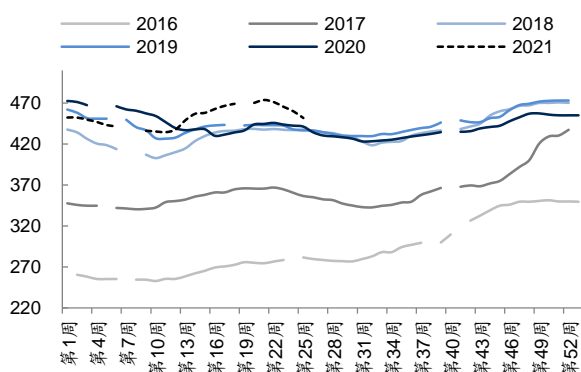
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

今年开年以来, 水泥行业继续保持在“新均衡”体系下的稳定运行, 区域间表现略有分化。随着年初冬春疫情的逐步缓解, 今年春节后, 我国经济持续稳定恢复, 在北方错峰生产执行较好和就地过年南部地区市场启动较快的双重背景影响下, 水泥行业整体运行良好。受益于今年各地新开工项目和去年存量项目的持续释放, 旺季来临后水泥价格持续上涨, 库存处于历史同期低位。近期, 受淡季因素影响, 价格呈现下行趋势, 但整体仍保持在历史同期高位运行, 分地区来看, 北方地区受原材料价格上涨因素影响, 价格具备一定支撑, 其中华北地区因环保管控, 熟料供应紧张, 东北地区在夏季错峰和南下需求支撑下, 价格表现相对较好; 南方地区受频繁降雨天气影响, 淡季价格表现相对较弱, 错峰停窑和限电措施为部分地区提供一定价格支撑。截至 6 月 18 日, 全国高标

水泥均价为 445.3 元/吨，同比提高 1.87%，年初至今价格中枢为 450.7 元/吨，较去年同期小幅抬升 0.29%，库容比为 62.8%，同比减少 3.3 个百分点。从各区域表现来看，东北、西北、中南和华东地区整体运行表现更加强势，年初至今价格中枢分别为 409.8/444.1/494.3/497.0 元/吨，分别同比上涨 20.33%/3.65%/0.31%/0.04%。

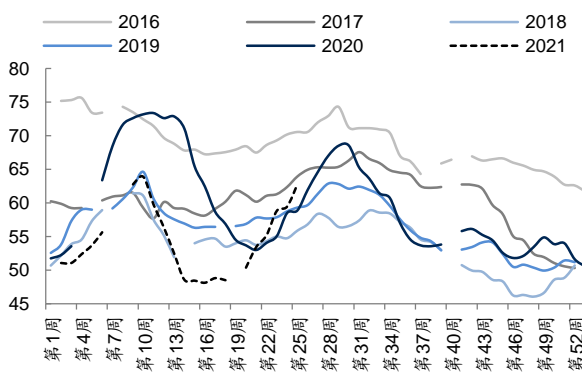
全年来看，我们认为水泥行业在当前供需格局继续保持的背景下，行业均衡将得以延续，季节性波动不改整体运行趋势，行业仍将有望以稳为主，进退有据，守成为上，目前龙头企业估值低廉，建议把握区域结构性机会，推荐关注：①传统建设需求规模大且稳健的华东、华南区域，推荐海螺水泥、上峰水泥、万年青、塔牌集团，②因为疫情等事件因素影响，未来需求有望修复的华中、华北区域，推荐华新水泥、冀东水泥，以及③区域需求具有增长潜力的西北地区，推荐天山股份、祁连山和宁夏建材。

图 48: 历年同期全国水泥均价 (元/吨)



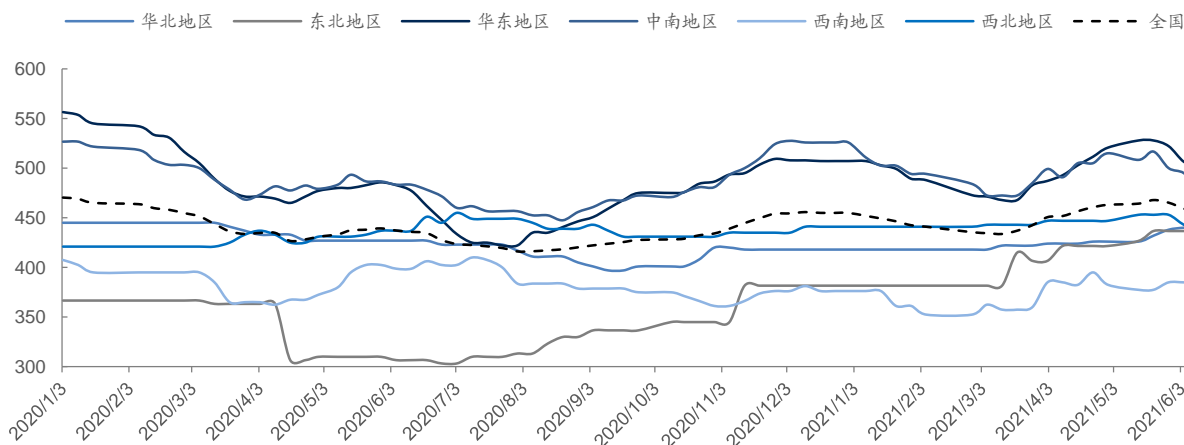
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 49: 历年同期全国水泥库容比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 50: 各大区域水泥价格表现



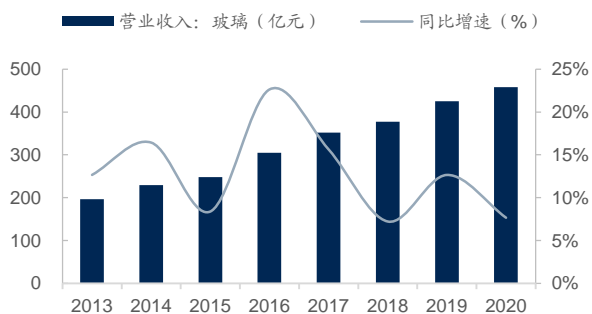
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

玻璃: 盈利持续创新高, 解放思想, 顺势而为

增速逐季提升, 盈利持续创新高

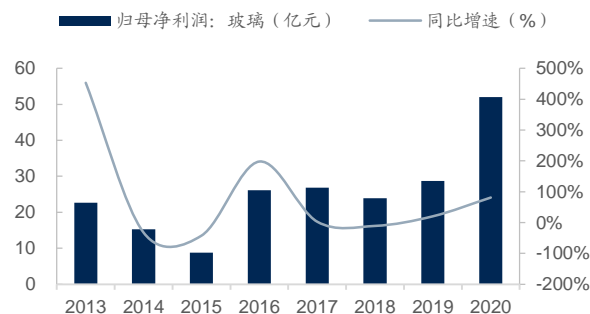
我们统计的玻璃板块标的共 9 个,2020 年实现营业收入 457.9 亿元,同比+7.7%,实现归母净利润 52 亿元,同比+81%,扣非归母净利润 44.9 亿元,同比+81.9%;其中 Q4 实现营业收入 147.8 亿元,同比+19.9%,归母净利润 19.7 亿元,同比+307.6%,增速逐季提升。2020Q1 进一步高增长超预期,分别实现营业收入和归母净利润 135.4 亿元和 29 亿元,同比+81.9%和+481.9%,同比(2019Q1)+54.9%和+431.1%。

图 51: 2013-2020 玻璃板块营收及增速



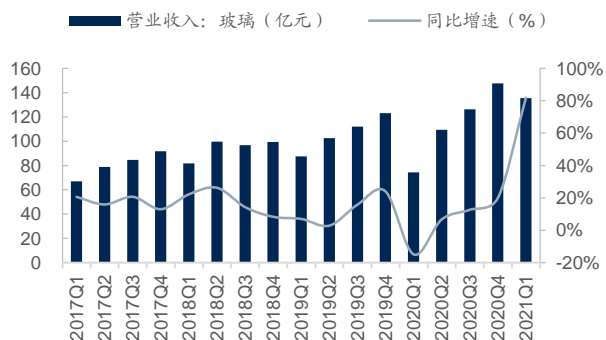
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 52: 2013-2020 玻璃板块归母净利润及增速



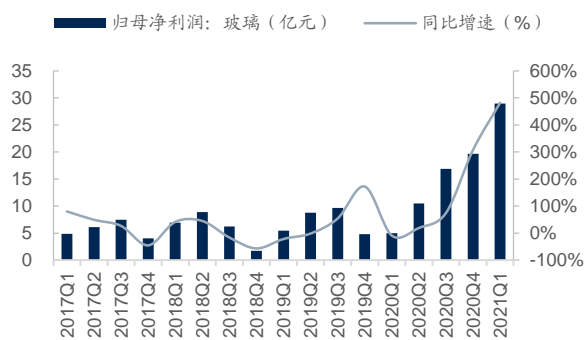
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 53: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度营收及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 54: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度归母净利润及增速



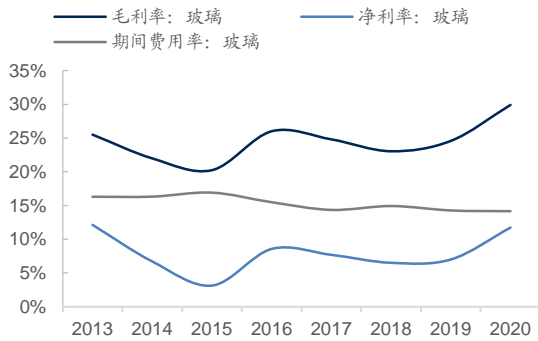
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利能力大幅提升, 费用率稳中有降

2020 年玻璃板块毛利率和净利率分别为 29.9%和 11.7%, 同比+5.33pct 和 +4.74pct, 2021Q1 继续大幅提升至 37.9%和 21.8%, 同比+10.84pct 和+15.1pct, 环比+3.49pct 和+7.88pct, 毛利率和净利率逐季提升超预期主要受益于玻璃价格同比大幅提升。

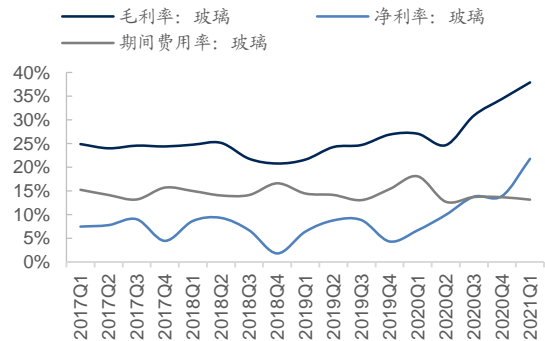
2020 年期间费用率延续下降趋势, 较上年同期下降 0.11pct 至 14.2%, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.09%/4.47%/0.66%/0.49%, 同比-0.65pct/-0.59pct/-0.3pct/+0.21pct; 2021Q1 期间费用率 13.1%, 同比-4.93pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率同比-1.39pct/-1.43pct/-2.05pct/-0.06pct, 费用率下降明显主因去年同期疫情导致费用率高基数影响。

图 55: 2013-2020 玻璃板块毛利率、净利率和期间费用率



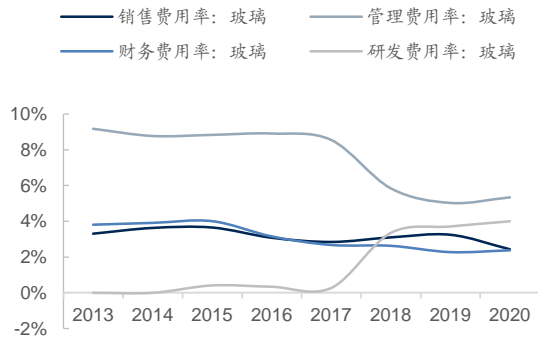
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 56: 17Q1-21Q1 玻璃单季毛利率、净利率和期间费用率



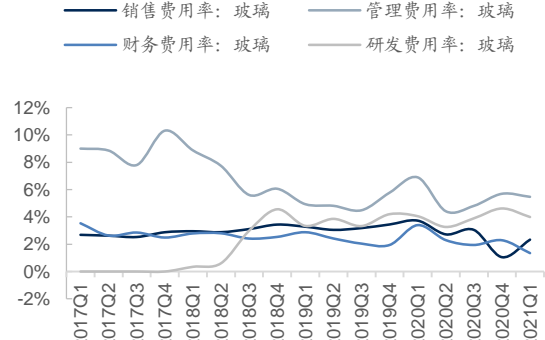
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 57: 2013-2020 玻璃板块期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 58: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 7: 玻璃板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2019	2020	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	同比 2019Q1
营业收入	425.30	457.90	7.66%	74.43	135.41	81.93%	54.87%
营业成本	320.77	320.94	0.05%	54.29	84.09	54.89%	22.65%
毛利率 (%)	24.58%	29.91%	提高 5.33pct	27.06%	37.90%	提高 10.84pct	提高 16.31pct
销售费用	13.81	11.15	-19.25%	2.77	3.16	13.89%	10.05%
销售费用率 (%)	3.25%	2.44%	降低 0.81pct	3.73%	2.33%	降低 1.39pct	降低 0.95pct
管理费用	21.39	24.45	14.30%	5.13	7.40	44.30%	71.69%
管理费用率 (%)	5.03%	5.34%	提高 0.31pct	6.89%	5.47%	降低 1.43pct	提高 0.54pct
财务费用	9.68	10.89	12.44%	2.53	1.82	-27.89%	-27.52%
财务费用率 (%)	2.28%	2.38%	提高 0.1pct	3.40%	1.35%	降低 2.05pct	降低 1.53pct
研发费用	15.78	18.33	16.12%	3.02	5.40	79.22%	84.90%
研发费用率 (%)	3.71%	4.00%	提高 0.29pct	4.05%	3.99%	降低 0.06pct	提高 0.65pct
其他收益	5.57	6.08	9.08%	1.09	1.39	27.12%	-4.08%
投资净收益	-0.25	0.82	-430.19%	0.03	1.09	3642.44%	21310.13%
公允价值变动净收益	-0.05	1.82	-3617.85%	-0.02	-0.01	-37.70%	-13218.11%
资产减值损失	-6.59	-10.73	62.87%	-0.19	-0.02	-86.95%	-117.14%
信用减值损失	-1.79	-1.03	-42.57%	-0.49	-0.07	-85.41%	-238.98%
营业利润	35.78	63.83	78.39%	6.23	34.49	453.61%	424.74%

表 7: 玻璃板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

营业利润率 (%)	8.41%	13.94%	提高 5.53pct	8.37%	25.47%	提高 17.10pct	提高 17.95pct
利润总额	35.11	63.85	81.86%	6.05	34.38	467.92%	413.38%
净利润	29.73	53.69	80.62%	4.96	29.47	494.56%	429.46%
净利润率 (%)	6.99%	11.73%	提高 4.74pct	6.66%	21.76%	提高 15.10pct	提高 15.40pct
归属母公司股东的净利润	28.72	51.98	80.99%	4.98	28.96	481.87%	431.06%

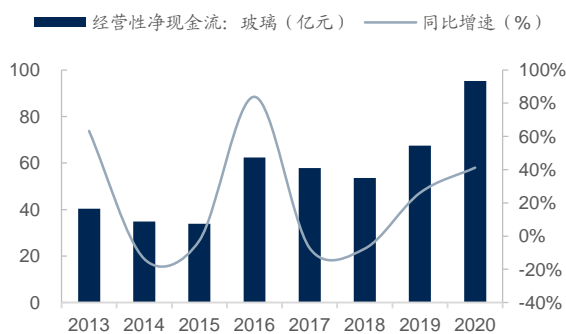
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 9 家玻璃上市公司)

现金流大幅改善, 再投资意愿明显提升, 产业结构升级进入快车道

受益于业绩大幅提升, 现金流持续改善, 玻璃企业扩张意愿明显提升, 从玻璃企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看, 2020 年玻璃板块构建固定资产等支付现金合计 56.8 亿元, 同比+38.9%, 2021Q1 增速进一步提升, 构建固定资产等支付现金 21.4 亿元, 同比+124.9%, 主要系部分企业生产线冷修技改及新建项目投入所致, 其中新建项目多以光伏、电子等非建筑高端应用领域为主, 表明玻璃行业抓住时机推进技改和产能升级, 同时拓展高端产品及领域应用的趋势仍在继续。

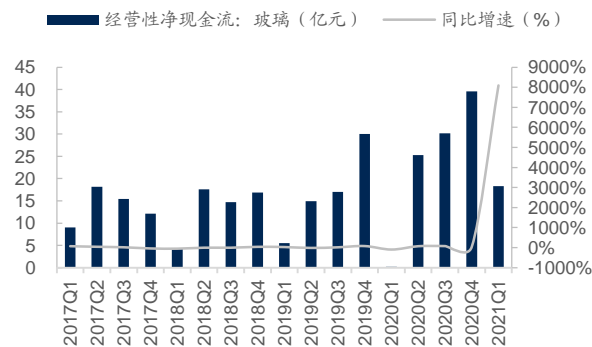
具体到公司层面, 从营业收入增速、净利润增速来看, 受益于行业整体景气度提升, 玻璃价格刷新同期高位, 玻璃板块盈利水平大幅提升, 尤其下半年以来光伏玻璃景气度急速拉升, 以福莱特为代表的光伏玻璃龙头企业盈利加速放大, 经营性净现金流同步加速改善。从营业收入和净利润规模来看, 龙头企业优势依旧明显, 同时光伏玻璃板块快速崛起, 规模逐步从建筑玻璃领跑向光伏玻璃倾斜。此外, 随着国内玻璃生产企业技术的不断积累与创新, 产业结构升级进入快车道, 电子玻璃等领域的突破有望带来新的增长点。

图 59: 2013-2020 玻璃板块经营性净现金流及增速



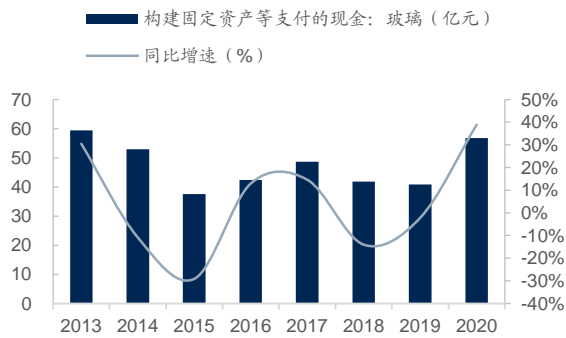
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 60: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度经营性净现金流及增速



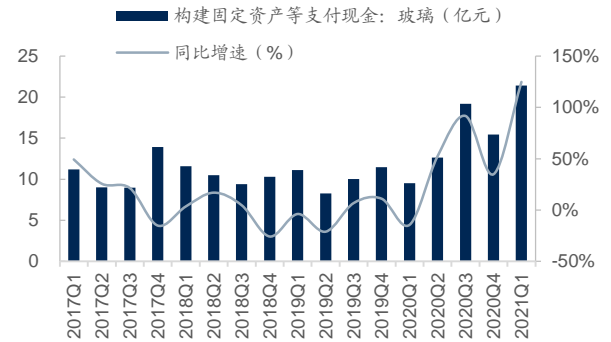
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 61: 2013-2020 玻璃板块构建固定资产等支付现金及增速



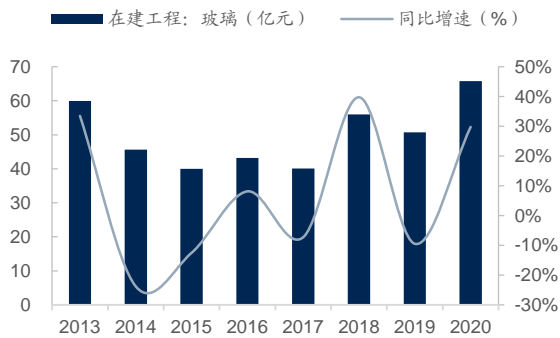
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 62: 17Q1-21Q1 玻璃板块单季度构建固定资产等支付现金及增速



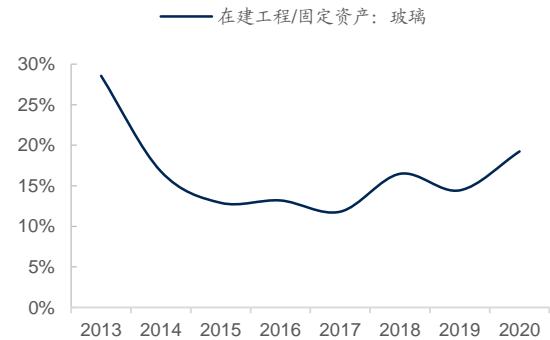
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 63: 2013-2020 玻璃板块在建工程规模及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 64: 2013-2020 玻璃板块“在建工程/固定资产”



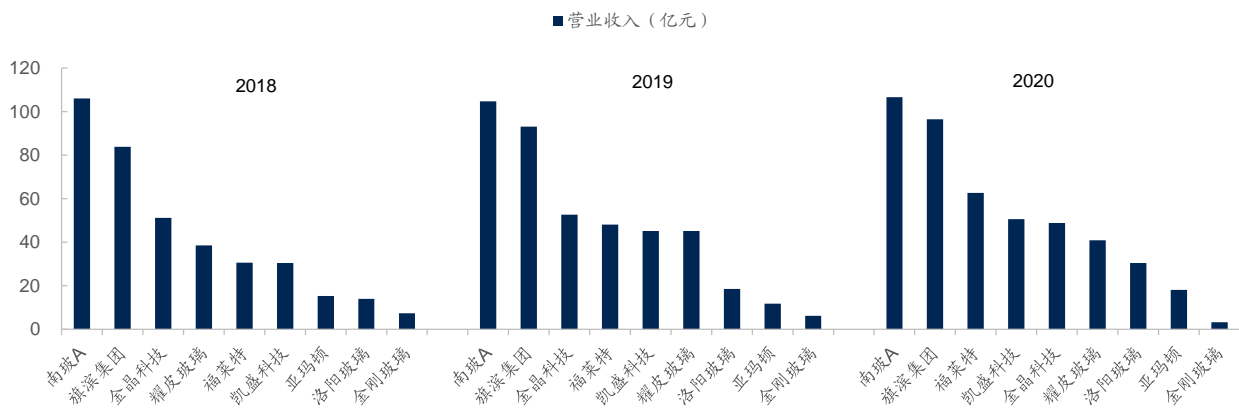
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 8: 玻璃板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速

	营业收入同比增速 (%)			净利润同比增速 (%)			经营性净现金流同比增速 (%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
旗滨集团	10.5%	11.1%	3.6%	5.8%	11.4%	35.5%	-12.1%	-2.4%	54.6%
南玻 A	-2.5%	-1.3%	1.9%	-43.0%	18.7%	44.9%	-13.5%	11.7%	14.8%
金晶科技	17.7%	2.7%	-7.2%	-25.7%	22.6%	240.2%	31.3%	10.3%	10.7%
福莱特	2.4%	56.9%	30.2%	-4.5%	76.1%	127.1%	39.4%	18.4%	233.4%
洛阳玻璃	282.2%	32.2%	64.2%	12.7%	195.9%	470.0%	-259.0%	128.0%	1474.3%
耀皮玻璃	17.8%	16.9%	-9.5%	50.8%	108.0%	-25.5%	118.7%	58.7%	2.3%
凯盛科技	-14.1%	48.2%	12.2%	-45.1%	143.0%	34.7%	110.8%	543.7%	78.2%
亚玛顿	-5.1%	-22.6%	52.2%	532.4%	-213.9%	249.5%	-96.9%	4938.9%	27.5%
金刚玻璃	22.8%	-16.9%	-46.3%	-29.1%	-812.6%	-44.9%	-286.9%	232.9%	-141.7%
板块平均	7.2%	12.7%	7.7%	-9.3%	21.1%	80.6%	-7.5%	26.1%	41.2%

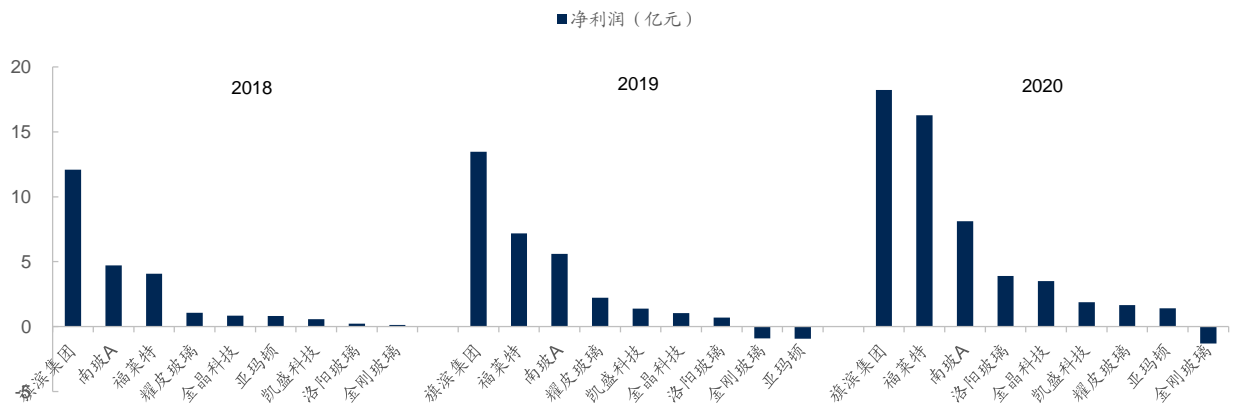
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 基于跟踪的 9 家玻璃公司, 增速>0 红色, 增速<0 绿色)

图 65: 玻璃板块各公司近 3 年营业收入规模排序



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 66: 玻璃板块各公司近 3 年净利润规模排序



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

行业需求具备支撑，解放思想，顺势而为

今年以来浮法玻璃行业延续去年下半年以来的高景气，价格不断刷新同期高位春节过后，受益于就地过年政策和下游需求良好，玻璃市场快速恢复和启动，春节后一周华北沙河地区便率先全国进行提价，节奏明显快于历史往年同期；经过 3 月中下旬短暂去社会库存后，4 月份至今行业景气持续提升，浮法玻璃价格保持拉升，现阶段维持高位运行，同时生产线库存不断下行，并维持历史同期低位。根据卓创资讯数据，截至 6 月 18 日，浮法玻璃国内主流市场均价为 2857.93 元/吨，同比提高 83.9%，重点监测省份生产企业库存为 1424 万重箱，同比减少 62.38%。

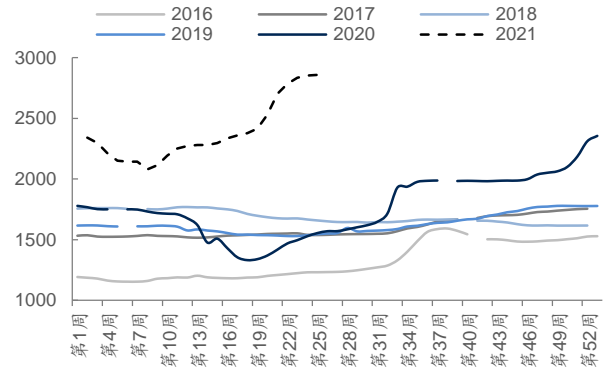
当前阶段，浮法玻璃行业供给增量有限，同时下游地产竣工需求回暖确定性明显，消费升级的背景下，“三玻两腔”“两玻一腔”和单位开窗面积逐步增大提升玻璃消费量，整体市场订单保持充足，加工厂生产稳定，价格具备较强支撑，中长期来看，科技升级仍然是玻璃行业发展趋势，产业升级正驶入快车道，我们认为玻璃行业仍值得积极布局，建议解放思想，顺势而为，推荐**旗滨集团、信义玻璃、南玻 A**。

图 67: 浮法玻璃国内主流市场平均价



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 68: 历史同期浮法玻璃价格 (元/吨)



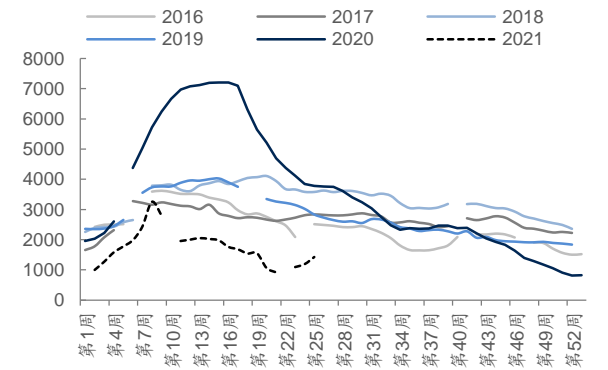
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 69: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 70: 历史同期浮法玻璃生产企业库存 (万重箱)



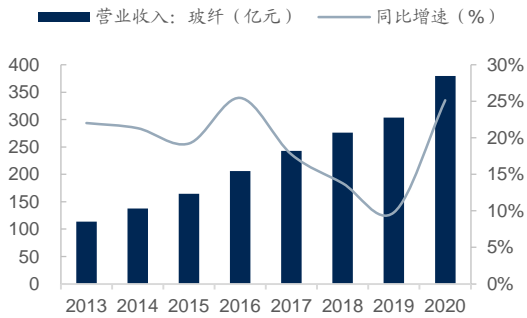
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

玻纤: 高景气持续, 余情未了, 执手相拥

收入利润同步高增长, 增速逐季放大

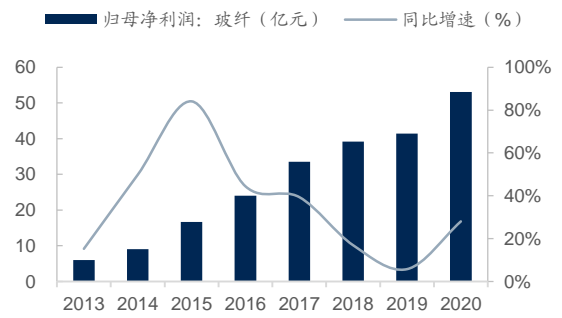
我们统计的玻纤板块标的共 6 个, 2020 年实现营业收入 367.1 亿元, 同比+23.4%, 实现归母净利润 50.6 亿元, 同比+24.2%, 扣非归母净利润 43 亿元, 同比+24.7%; 其中 Q4 实现营业收入 115.9 亿元, 同比+39.6%, 归母净利润 18.5 亿元, 同比+70.5%, 收入利润持续高增长。2021Q1 延续高增长且增速进一步扩大, 实现营业收入 97.1 亿元, 同比+49.7%, 同比 (2019Q1) +60.2%, 归母净利润 19.4 亿元, 同比+189.5%, 同比 (2019Q1) +142.4%。

图 71: 2013-2020 玻纤板块营收及增速



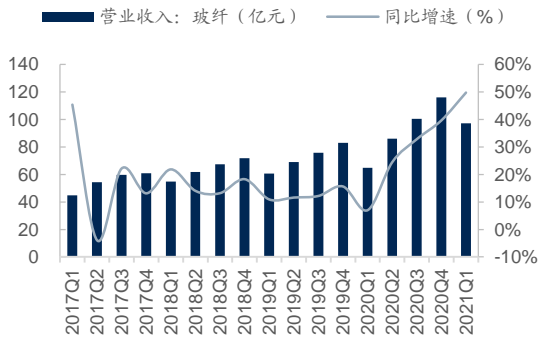
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 72: 2013-2020 玻纤板块归母净利润及增速



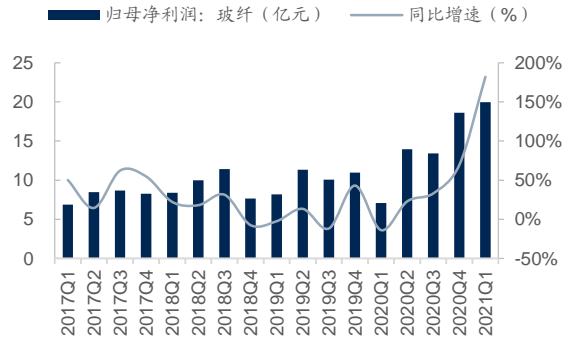
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 73: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度营收及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 74: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度归母净利润及增速



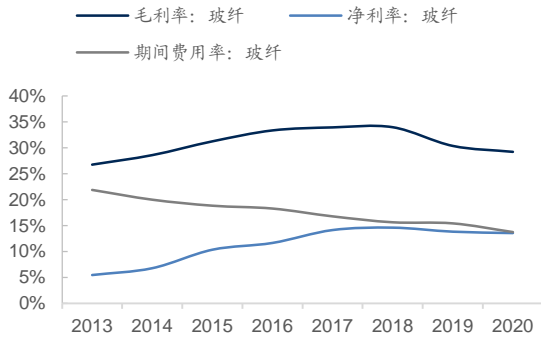
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

毛利率回归高位，净利率创新高，费用率延续下降趋势

2020 年玻纤板块毛利率和净利率分别为 29.2%和 13.6%，同比-1.15pct 和 -0.27pct，毛利率下降主因执行新收入准则，将原计入销售费用的运输费、装卸费计入生产成本所致；期间费用率 13.7%，同比-1.68pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.73%/4.68%/3.1%/4.23%，同比-1.29pct/-0.73pct/-0.48pct/+0.82pct。

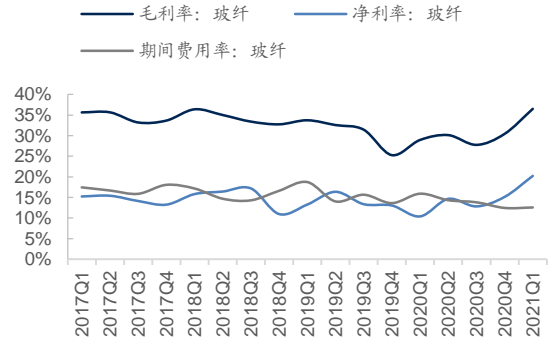
2021Q1 毛利率 36.5%，同比+7.55pct，环比+6.52pct，净利率 20.2%，同比+9.84pct，环比+5.1pct，毛利率回归高位，净利率创新高，主要受益于 Q1 玻纤价格持续创新高，同时期间费用率进一步下降，Q1 期间费用率 12.6%，同比-3.34pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比-1.2pct/-1.32pct/-1.27pct/+0.45pct。

图 75: 2013-2020 玻纤板块毛利率、净利率和期间费用率



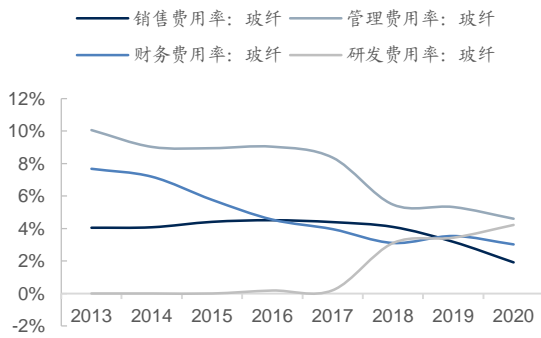
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 76: 17Q1-21Q1 玻纤单季毛利率、净利率和期间费用率



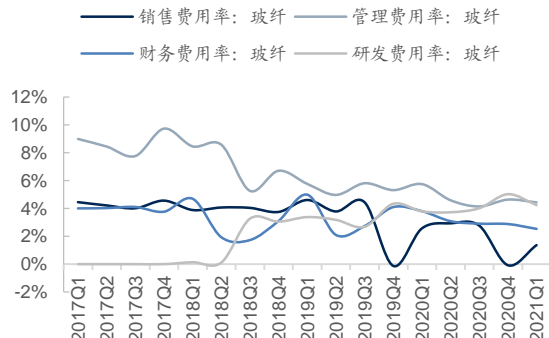
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 77: 2013-2020 玻纤板块期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 78: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 9: 玻纤板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2019	2020	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	同比 2019Q1
营业收入	297.52	367.07	23.38%	64.87	97.13	49.72%	60.19%
营业成本	207.15	259.79	25.42%	46.09	61.68	33.81%	53.50%
毛利率 (%)	30.37%	29.22%	降低 1.15pct	28.95%	36.50%	提高 7.55pct	提高 2.77pct
销售费用	8.98	6.35	-29.31%	1.66	1.33	-20.25%	-52.49%
销售费用率 (%)	3.02%	1.73%	降低 1.29pct	2.56%	1.37%	降低 1.20pct	降低 3.24pct
管理费用	16.12	17.20	6.69%	3.73	4.31	15.46%	23.22%
管理费用率 (%)	5.42%	4.68%	降低 0.73pct	5.75%	4.43%	降低 1.32pct	降低 1.33pct
财务费用	10.63	11.37	6.93%	2.47	2.46	-0.35%	-18.72%
财务费用率 (%)	3.57%	3.10%	降低 0.48pct	3.80%	2.53%	降低 1.27pct	降低 2.46pct
研发费用	10.15	15.51	52.87%	2.46	4.12	67.41%	101.01%
研发费用率 (%)	3.41%	4.23%	提高 0.82pct	3.79%	4.24%	提高 0.45pct	提高 0.86pct
其他收益	4.40	3.96	-9.83%	0.67	0.68	1.44%	-1.61%
投资净收益	0.83	2.14	158.35%	0.15	0.35	144.02%	245.13%
公允价值变动净收益	0.46	0.02	-96.72%	-0.32	-0.10	-69.14%	-137.93%
资产减值损失	-1.46	-4.82	230.15%	-0.08	-0.06	-24.71%	-598.84%
信用减值损失	-0.68	-1.09	59.99%	0.02	0.00	-119.81%	-131.82%
营业利润	47.29	58.80	24.32%	8.25	23.66	186.63%	148.36%

表 9: 玻纤板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

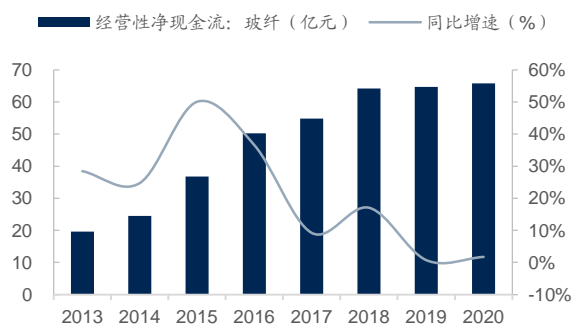
营业利润率 (%)	15.90%	16.02%	提高 0.12pct	12.72%	24.36%	提高 11.63pct	提高 8.65pct
利润总额	48.59	59.00	21.43%	8.26	23.52	184.67%	144.14%
净利润	41.11	49.73	20.97%	6.74	19.65	191.47%	144.18%
净利润率 (%)	13.82%	13.55%	降低 0.27pct	10.39%	20.23%	提高 9.84pct	提高 6.96pct
归属母公司股东的净利润	40.77	50.63	24.18%	6.72	19.44	189.54%	142.35%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 6 家玻纤上市公司)

现金流逐季改善, 扩张节奏放缓

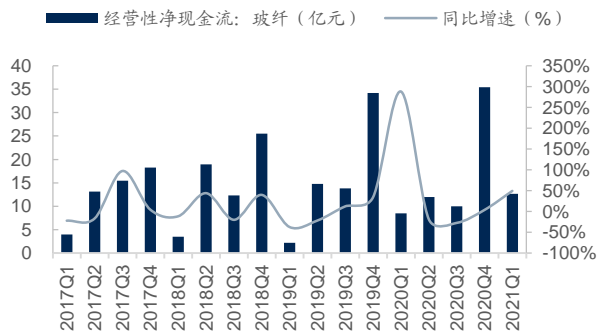
2020 年玻纤板块实现经营活动净现金流 65.8 亿元, 同比+1.7%, 总体平稳增长, 增速逐季回升, 2021Q1 实现经营活动净现金流 12.6 亿元, 同比+49.2%。同时, 从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看, 2020 年玻纤板块构建固定资产等支付现金合计 51.7 亿元, 同比-35.3%, 扩张节奏持续放缓, 在建工程规模亦同步缩减。供给增量大幅减少背景下, 叠加需求整体向上修复, 供需格局持续向好, 行业高景气有望持续。

图 79: 2013-2020 玻纤板块经营性净现金流及增速



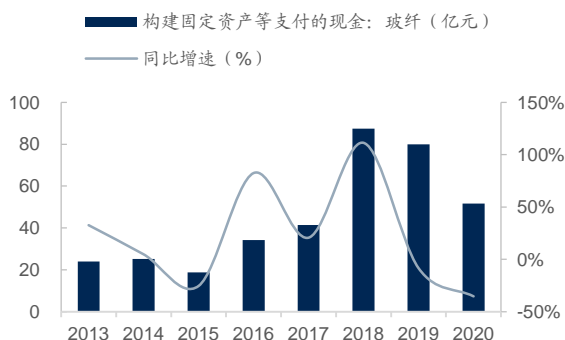
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 80: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度经营性净现金流及增速



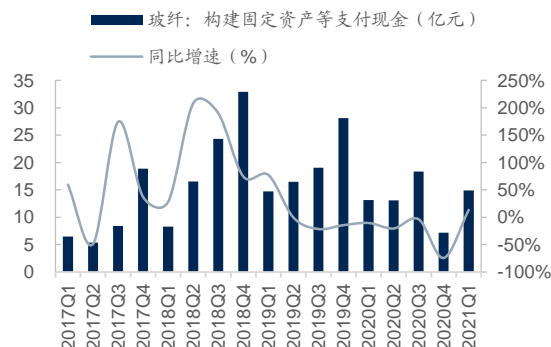
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 81: 2013-2020 玻纤板块构建固定资产等支付现金及增速



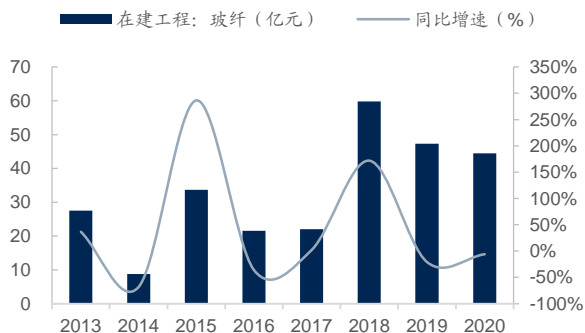
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 82: 17Q1-21Q1 玻纤板块单季度构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 83: 2013-2020 玻纤板块在建工程规模及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 84: 2013-2020 玻纤板块“在建工程/固定资产”



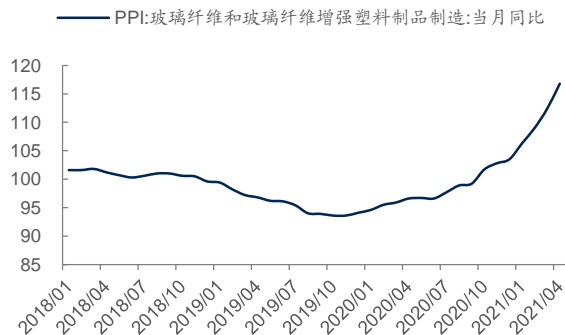
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

行业高景气持续，余情未了，执手相拥

今年年初以来，玻纤行业延续去年下半年以来的高景气度，粗纱市场和细纱市场同步上扬，其中缠绕纱价格在持续上涨后目前基本走稳，受前期点火产线陆续投产影响，供需紧俏度明显缓解，库存小幅增加，但仍维持较低水平；合股纱产品受内需和出口订单双重支撑，近期价格上涨明显，预计仍有上调预期；池窑细纱价格涨幅持续超预期，虽 3 月中下旬个别大厂新建产线点火，但短期来看，供应端仍显紧俏，目前主流价格高位运行，终端需求支撑下，后期或存提涨预期。

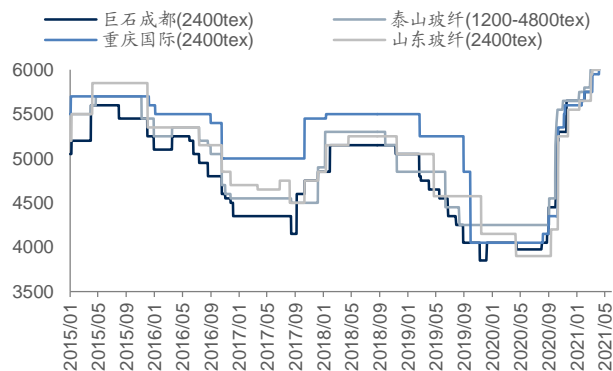
全年看，行业内头部企业凭借战略和资金优势迅速抢占智能制造赛道，未来竞争优势有望得到进一步巩固。2 月中旬以来，受大盘波动以及市场对周期行情预期变化影响，玻纤龙头企业股价出现较大幅度调整，目前估值已十分低廉，结合对行业景气周期的判断，建议积极布局优质龙头，推荐中国巨石、中材科技。

图 85: 玻纤和玻纤增强塑料制品 PPI 单月同比持续创新高



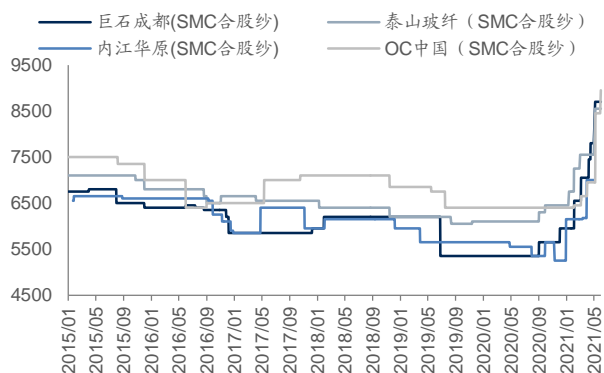
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 86: 国内部分主流企业缠绕直接纱平均出厂价



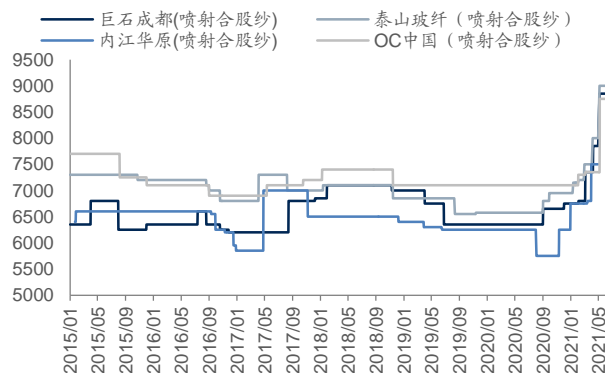
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 87: 国内部分主流企业 2400texSMC 合股纱平均出厂价



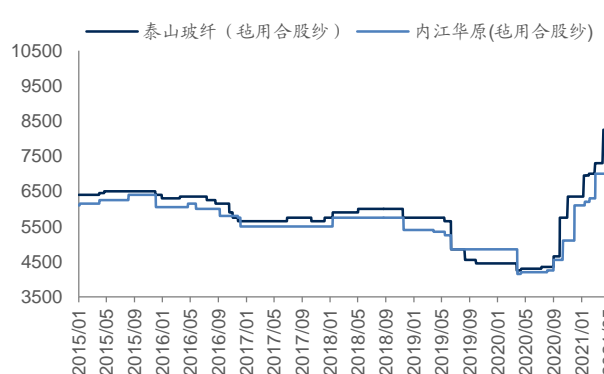
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 88: 国内部分主流企业 2400tex 喷射合股纱平均出厂价



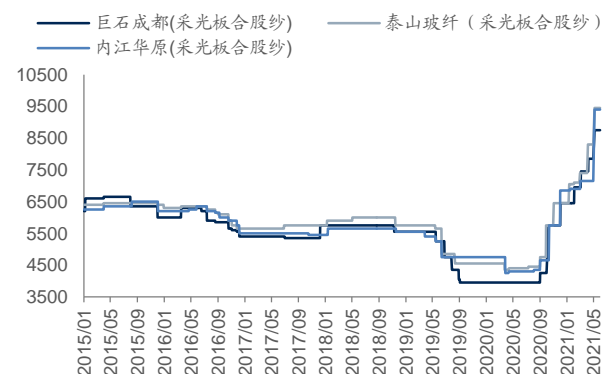
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 89: 国内部分主流企业 2400tex 毡用合股纱平均出厂价



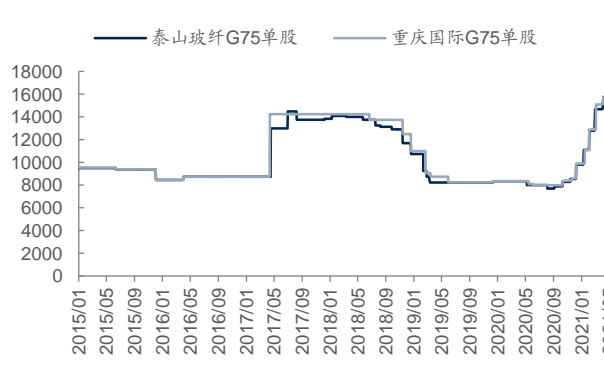
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 90: 国内部分主流企业 2400tex 采光板合股纱平均出厂价



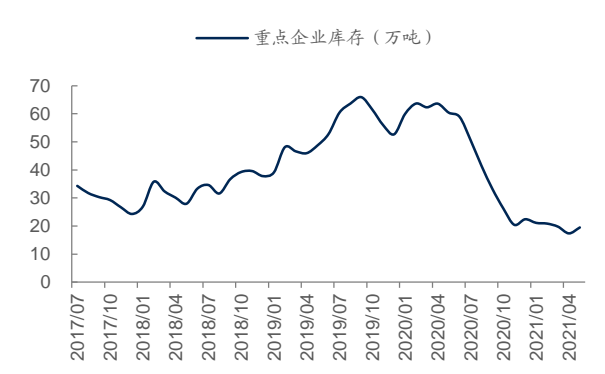
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 91: 国内部分主流企业 G75 电子纱价格



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 92: 国内重点池窑企业库存持续低位



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理 (注: 样本企业产能占比超过 75%)

其他建材: 分化趋势延续, 优势赛道持续胜出

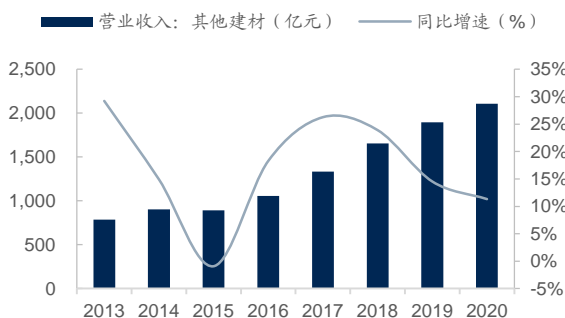
整体稳中有升, 分化趋势延续

我们统计的其他建材板块标的共 56 个, 2020 年实现营业收入 2108.1 亿元, 同

比+11.3%，实现归母净利润 214.4 亿元，同比+49.8%，扣非归母净利润 195.7 亿元，同比+31.7%，收入稳步增长，盈利显著改善。2021Q1 实现营业收入 461.3 亿元，同比+79.7%，同比（2019Q1）+52.6%，归母净利润 30.7 亿元，同比+406.9%，同比（2019Q1）+61.2%，主要受疫情导致同期低基数影响。

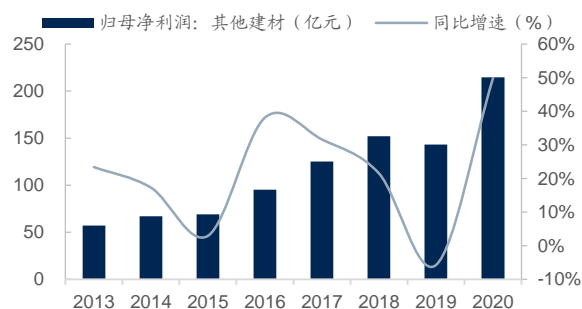
2020 年其他建材板块整体毛利率和净利率分别为 27.9%和 10.5%，同比-0.29pct 和+2.81pct，毛利率略有下滑主因执行新收入准则，将原计入销售费用的运输费、装卸费计入生产成本所致，还原后可比口径同比提升主要受益原油价格下跌带来的成本端利好；期间费用率 15.1%，同比-1.92pct。2021Q1 毛利率 25.3%，同比-0.73pct，环比+2.03pct，净利率 6.9%，同比+4.66pct，环比-3.73pct，期间费用率 16.6%，同比-6.68%

图 93：2013-2020 其他建材板块营收及增速



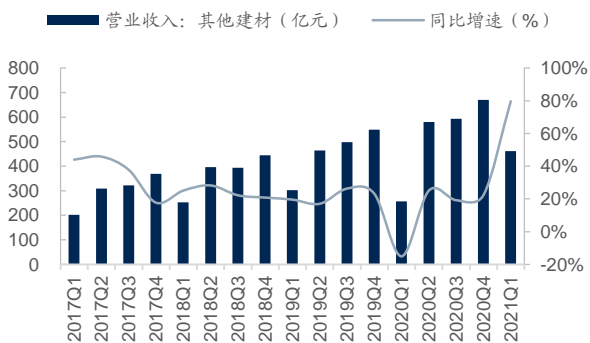
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 94：2013-2020 其他建材板块归母净利润及增速



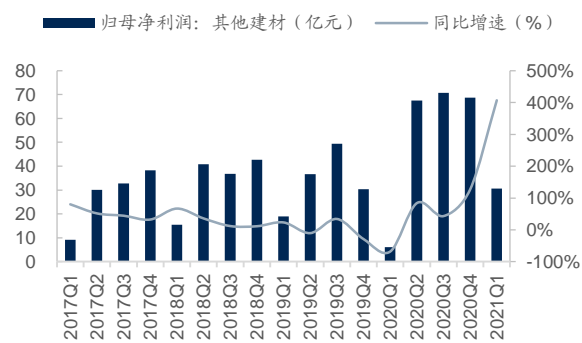
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 95：17Q1-21Q1 其他建材板块单季度营收及增速



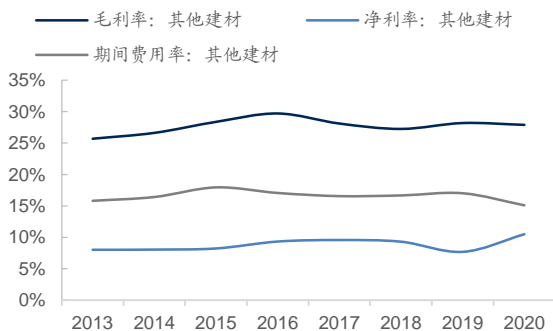
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 96：17Q1-21Q1 其他建材板块单季度归母净利润及增速



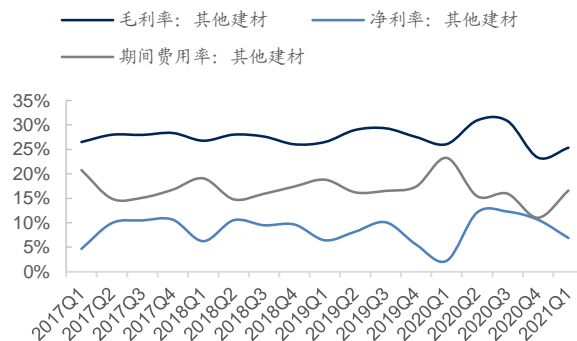
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 97: 2013-2020 其他建材毛利率、净利率和期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 98: 17Q1-21Q1 其他建材单季毛利率、净利率和期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

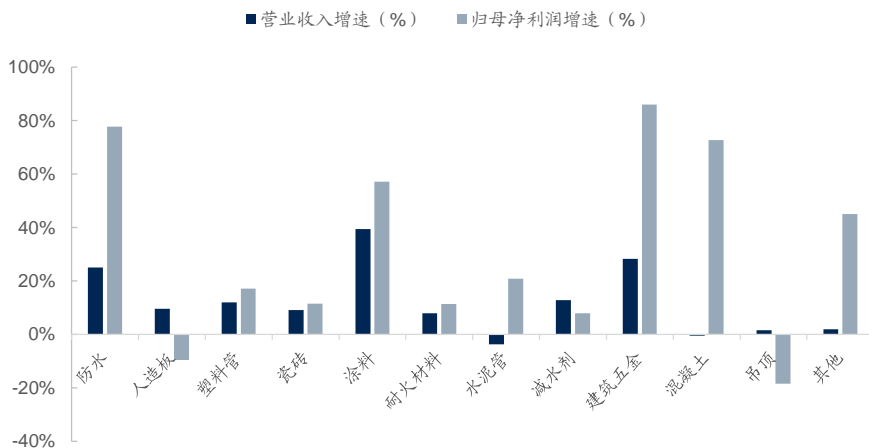
表 10: 其他建材板块 2020 年及 2021 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2019	2020	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	同比 2019Q1
营业收入	1,893.66	2,108.14	11.33%	256.78	461.30	79.65%	52.57%
营业成本	1,359.98	1,520.17	11.78%	189.83	344.39	81.42%	55.00%
毛利率 (%)	28.18%	27.89%	降低 0.29pct	26.07%	25.34%	降低 0.73pct	降低 1.17pct
销售费用	157.31	128.77	-18.14%	25.63	31.60	23.31%	22.62%
销售费用率 (%)	8.31%	6.11%	降低 2.20pct	9.98%	6.85%	降低 3.13pct	降低 1.67pct
管理费用	94.57	105.72	11.79%	21.45	28.20	31.49%	50.28%
管理费用率 (%)	4.99%	5.01%	提高 0.02pct	8.35%	6.11%	降低 2.24pct	降低 0.09pct
财务费用	19.09	21.06	10.31%	4.54	3.74	-17.66%	-9.64%
财务费用率 (%)	1.01%	1.00%	降低 0.01pct	1.77%	0.81%	降低 0.96pct	降低 0.56pct
研发费用	51.18	62.70	22.51%	8.13	12.98	59.60%	58.51%
研发费用率 (%)	2.70%	2.97%	提高 0.27pct	3.17%	2.81%	降低 0.35pct	提高 0.11pct
其他收益	14.17	15.68	10.61%	2.87	3.69	28.52%	87.79%
投资净收益	8.23	6.73	-18.15%	0.52	0.75	45.37%	-31.30%
公允价值变动净收益	1.05	0.00	-99.94%	-0.06	0.18	-385.80%	-62.92%
资产减值损失	-9.58	-3.97	-58.55%	-0.39	0.07	-116.94%	-57.72%
信用减值损失	-12.51	-17.39	38.96%	0.43	-4.06	-1034.35%	-1801.57%
营业利润	198.00	259.82	31.22%	8.40	37.48	346.42%	58.95%
营业利润率 (%)	10.46%	12.32%	提高 1.87pct	3.27%	8.13%	提高 4.86pct	提高 0.33pct
利润总额	177.14	258.65	46.02%	7.65	37.68	392.24%	58.78%
净利润	145.58	221.36	52.06%	5.70	31.73	456.59%	63.69%
净利润率 (%)	7.69%	10.50%	提高 2.81pct	2.22%	6.88%	提高 4.66pct	提高 0.47pct
归属母公司股东的净利润	143.12	214.42	49.81%	6.05	30.68	406.88%	61.18%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 56 家其他建材上市公司)

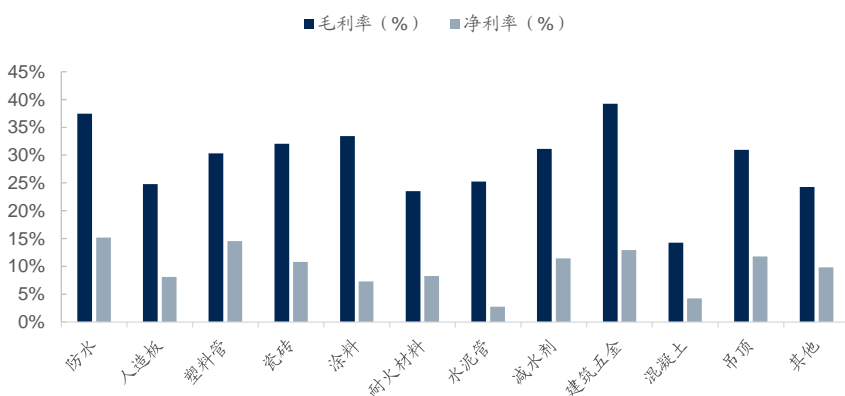
其他建材为建材行业中其他各种子品类的集合, 包含细分子行业众多, 且多数呈现“大行业、小公司”的格局, 而细分子行业在成长能力、盈利能力及经营质量等方面的表现差异明显, 且呈现持续分化态势, 龙头企业 α 继续凸显, 凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势迅速崛起, 防水、涂料、建筑五金作为过去几年业绩持续超越行业平均增速的优势赛道有望继续胜出, 获得更快成长。

图 99: 2020 其他建材细分子行业营业收入增速和归母净利润增速



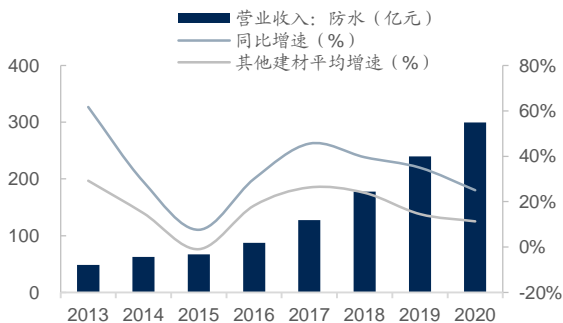
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 56 家其他建材上市公司)

图 100: 2020 其他建材细分子行业毛利率和净利率



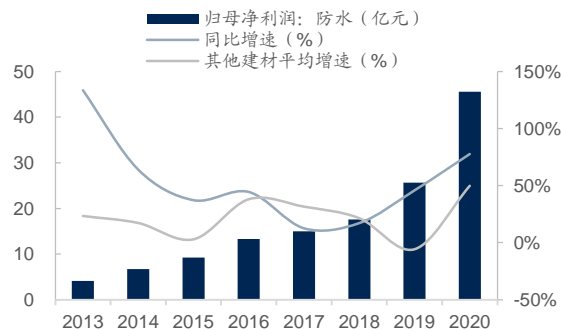
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 56 家其他建材上市公司)

图 101: 2013-2020 防水板块营收及增速



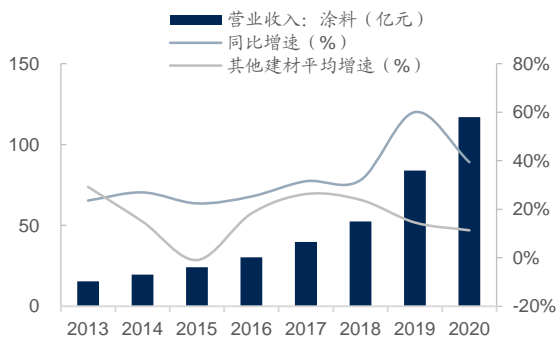
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 102: 2013-2020 防水板块归母净利润及增速



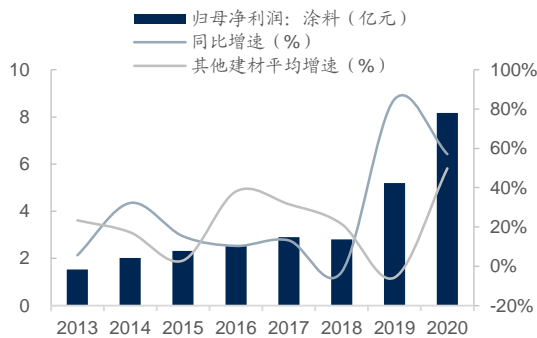
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 103: 2013-2020 涂料板块营收及增速



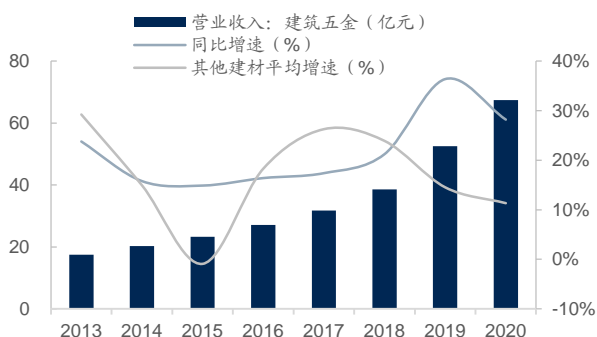
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 104: 2013-2020 涂料板块归母净利润及增速



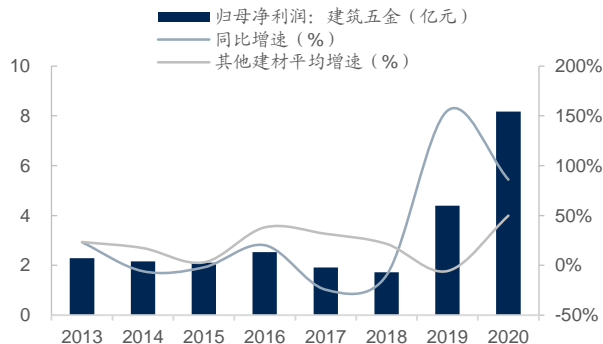
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 105: 2013-2020 建筑五金板块营收及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 106: 2013-2020 建筑五金板块归母净利润及增速

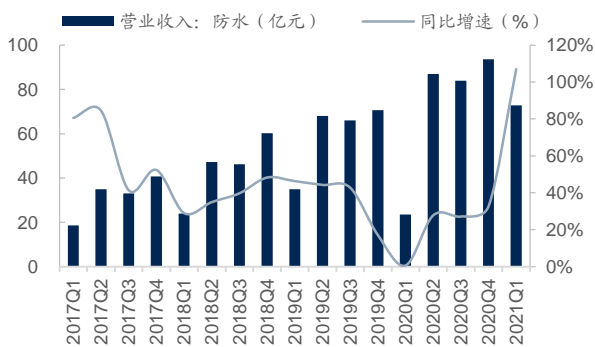


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

防水: 盈利韧性强, 经营质量持续改善

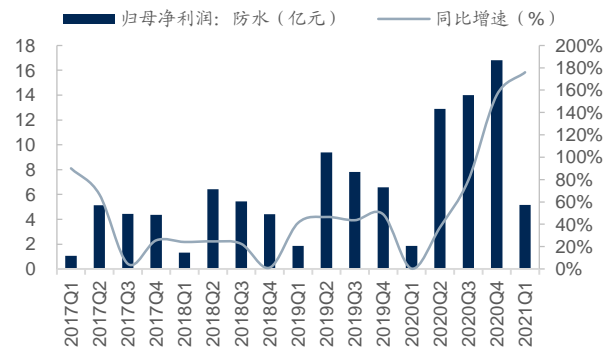
从盈利成长性来看, 收入利润持续高增长, 且增速逐季提升, 2021Q1 营业收入同比+107%, 归母净利润同比+175.9%, 增速大幅放大, 行业高景气持续; 从盈利能力来看, 毛利率和净利率稳步提升, 2021Q1 虽然受沥青价格上涨影响, 但依旧维持相对高位, 显示出较强的成本传导能力和盈利韧性; 从盈利质量来看, 周转率和收现比均有明显提升, 现金流加速改善, 负债率大幅降低, 经营质量持续改善。

图 107: 2013-2020 防水板块单季度营业收入及增速



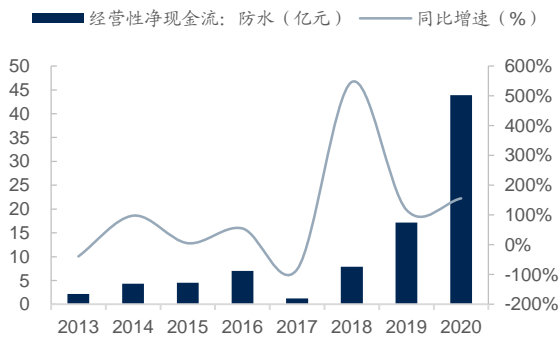
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 108: 17Q1-21Q1 防水板块单季度归母净利润及增速



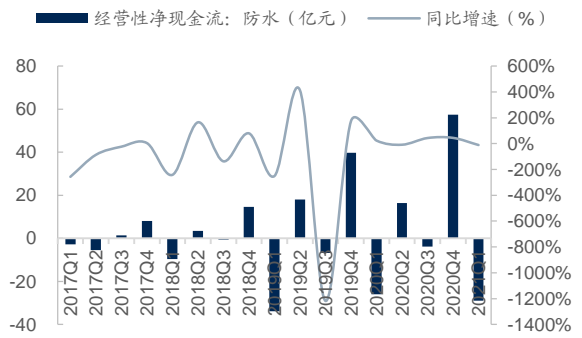
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 109: 2013-2020 防水板块经营性净现金流及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 110: 17Q1-21Q1 防水板块单季度经营性净现金流及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 11: 防水板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速

	营业收入同比增速 (%)			净利润同比增速 (%)			经营性净现金流同比增速 (%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
东方雨虹	36.5%	29.3%	19.7%	21.6%	37.3%	63.2%	4133.7%	56.7%	148.7%
科顺股份	51.9%	50.2%	34.1%	-14.8%	96.1%	145.0%	-298.6%	188.0%	216.1%
凯伦股份	57.1%	88.1%	72.3%	46.1%	108.0%	105.7%	-1518.0%	-92.8%	-139.6%
板块平均	39.6%	35.0%	25.0%	17.1%	46.1%	77.0%	546.7%	117.0%	155.8%

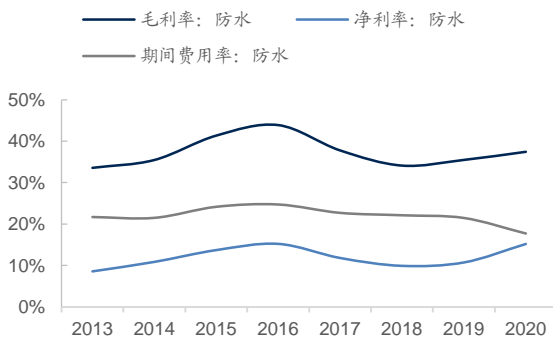
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 基于跟踪的 3 家防水公司)

表 12: 防水板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速

	收入增速 (%)				净利润同比增速 (%)					
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
东方雨虹	-8.2%	21.0%	24.2%	28.4%	118.1%	-0.9%	21.1%	59.6%	151.4%	136.4%
科顺股份	24.5%	39.7%	24.0%	43.5%	80.6%	-30.0%	110.1%	175.1%	236.3%	463.2%
凯伦股份	50.5%	103.0%	96.7%	49.4%	81.8%	56.2%	133.9%	202.0%	66.1%	104.0%
板块平均	0.6%	27.7%	27.1%	32.6%	107.0%	-2.3%	35.9%	79.8%	155.2%	185.5%

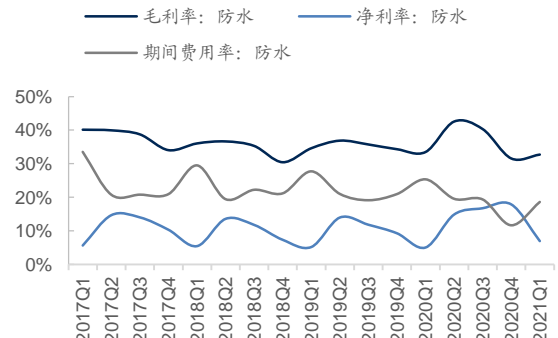
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 基于跟踪的 3 家防水公司)

图 111: 2013-2020 防水板块毛利率、净利率和期间费用率



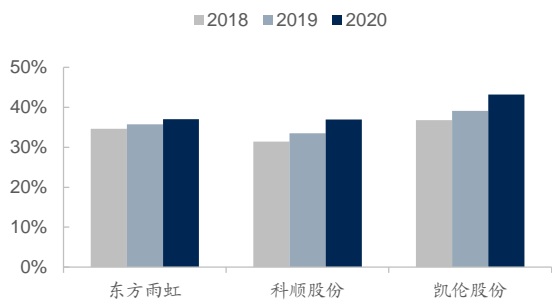
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 112: 17Q1-21Q1 防水单季毛利率、净利率和期间费用率



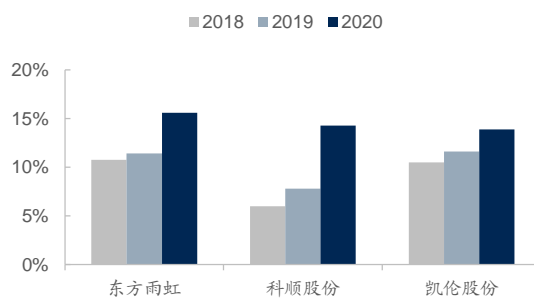
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 113: 近 3 年防水板块各公司毛利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 114: 近 3 年防水板块各公司净利率



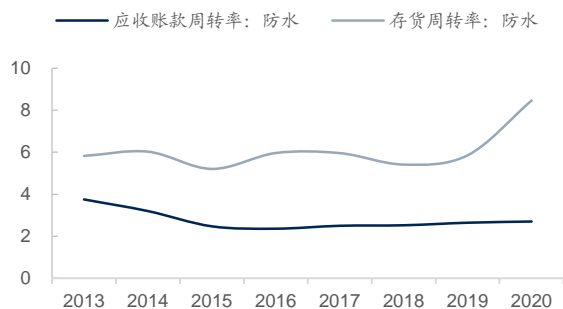
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 13: 防水板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速

	毛利率 (%)				净利率 (%)					
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
东方雨虹	33.1%	42.5%	40.1%	30.6%	32.9%	5.0%	15.4%	16.8%	18.6%	5.4%
科顺股份	33.2%	41.5%	40.6%	30.8%	32.1%	3.6%	14.1%	17.0%	16.6%	11.3%
凯伦股份	38.5%	47.4%	41.5%	42.9%	32.9%	10.8%	12.0%	15.6%	15.0%	12.2%
板块平均	33.5%	42.6%	40.3%	31.6%	32.7%	5.1%	14.9%	16.8%	17.9%	7.0%

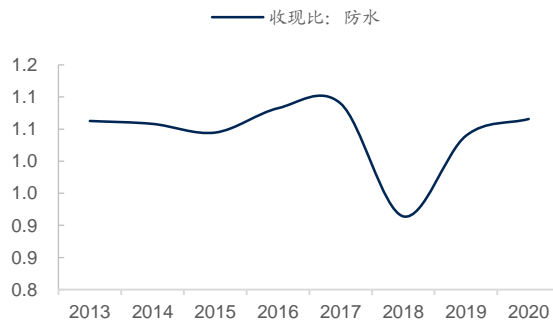
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 基于跟踪的 3 家防水公司)

图 115: 2013-2020 防水板块应收账款周转率和存货周转率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

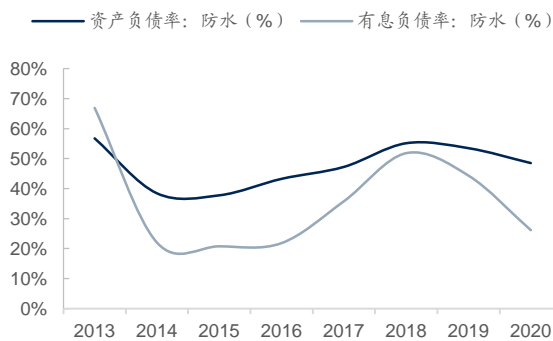
图 116: 2013-2020 防水板块收现比



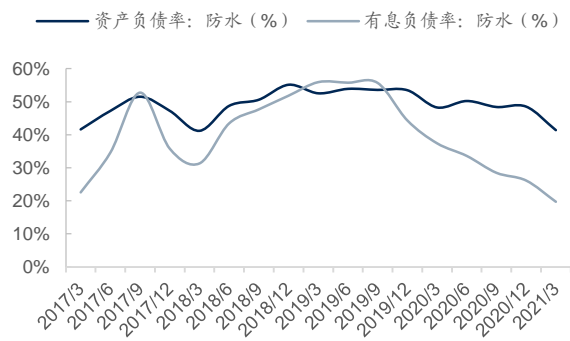
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 117: 2013-2020 防水板块资产负债率和有息负债率

图 118: 17Q1-21Q1 防水各季度末资产负债率和有息负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

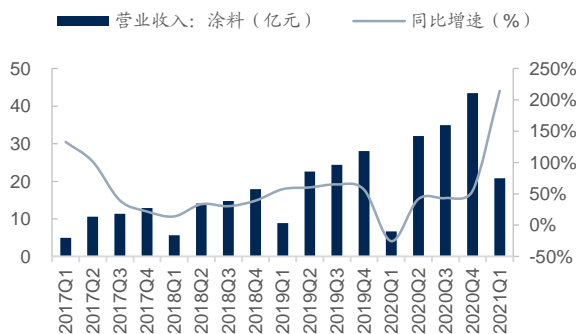


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

涂料：高增长持续，盈利质量略有压力

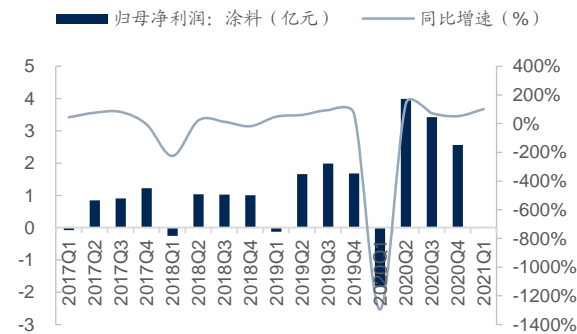
从盈利成长性来看，收入利润整体继续保持高增长，2021Q1 营业收入同比+214.5%，归母净利润同比+101.5%；从盈利能力来看，2020 年毛利率明显下滑主因执行新收入准则，将原计入销售费用的运输费、装卸费计入生产成本所致，2021Q1 受原材料价格上涨影响，毛利率盈利继续承压；从盈利质量来看，应收账款周转率和收现比呈持续下滑态势，现金流同步承压，负债率继续提升，经营质量有所承压。

图 119：2013-2020 涂料板块单季度营业收入及增速



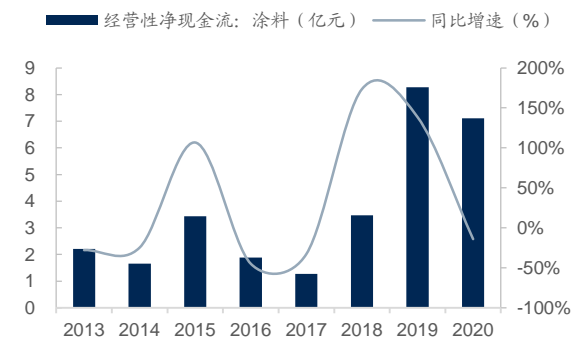
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 120：17Q1-21Q1 涂料板块单季度归母净利润及增速



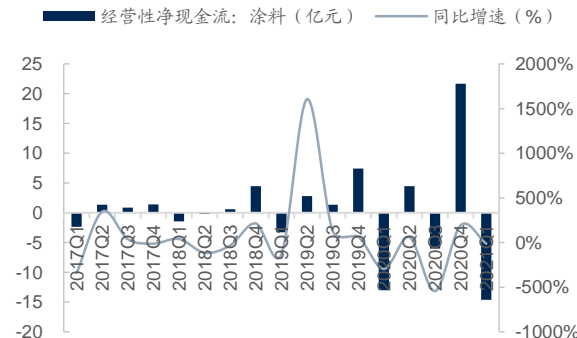
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 121：2013-2020 涂料板块经营性净现金流及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 122：17Q1-21Q1 涂料板块单季度经营性净现金流及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 14: 涂料板块各公司近 3 年营业收入、净利润和经营性净现金流同比增速

	营业收入同比增速 (%)			净利润同比增速 (%)			经营性净现金流同比增速 (%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
三棵树	36.8%	66.6%	37.3%	26.4%	90.6%	26.2%	19.4%	49.9%	14.4%
亚士创能	22.6%	45.9%	44.6%	-48.4%	94.4%	176.4%	182.7%	433.8%	-40.7%
板块平均	32.0%	60.1%	39.4%	-2.9%	91.4%	58.1%	173.5%	138.5%	-14.1%

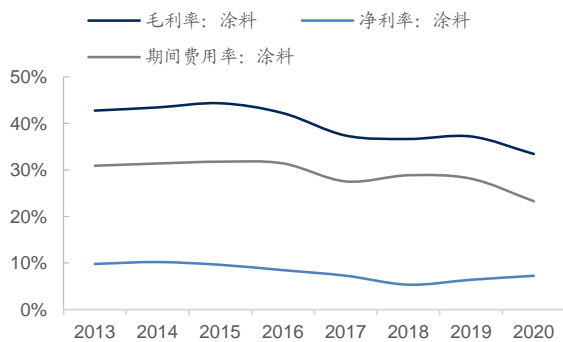
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 基于跟踪的 2 家涂料公司)

表 15: 涂料板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速

	收入增速 (%)				净利润同比增速 (%)					
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
三棵树	-31.1%	37.4%	46.7%	50.2%	241.2%	-5274.3%	103.4%	43.6%	28.7%	113.4%
亚士创能	-12.0%	51.2%	36.3%	69.6%	163.7%	-386.4%	253.9%	184.0%	129.2%	89.8%
板块平均	-25.6%	41.6%	43.3%	54.9%	214.5%	-1965.7%	144.4%	74.2%	48.7%	106.3%

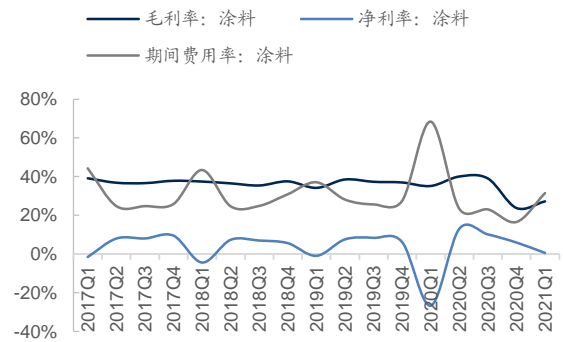
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 基于跟踪的 2 家涂料公司)

图 123: 2013-2020 涂料板块毛利率、净利率和期间费用率



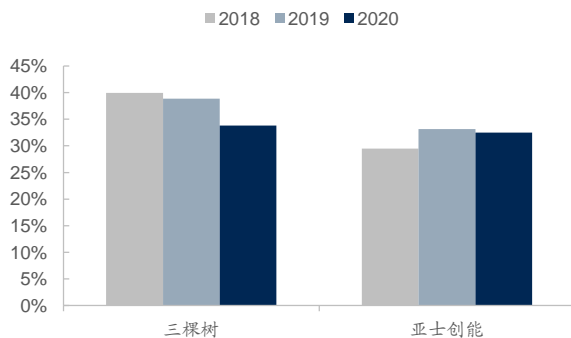
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 124: 17Q1-21Q1 涂料单季毛利率、净利率和期间费用率



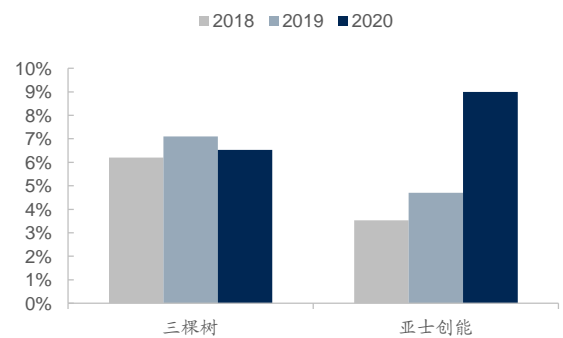
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 125: 近 3 年涂料板块各公司毛利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 126: 近 3 年涂料板块各公司净利率



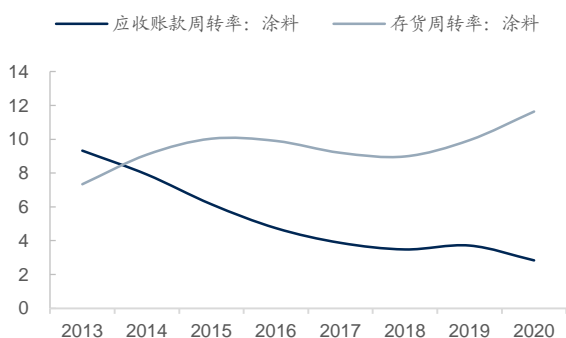
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 16: 涂料板块各公司单季度营业收入、净利润同比增速

	毛利率 (%)				净利率 (%)					
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
三棵树	35.1%	39.9%	39.5%	25.3%	26.6%	-28.5%	11.7%	9.5%	5.6%	1.1%
亚士创能	35.2%	40.4%	38.0%	19.4%	28.7%	-23.4%	15.7%	11.5%	6.9%	-0.9%
板块平均	35.1%	40.0%	39.0%	23.8%	27.2%	-26.7%	13.0%	10.1%	5.9%	0.5%

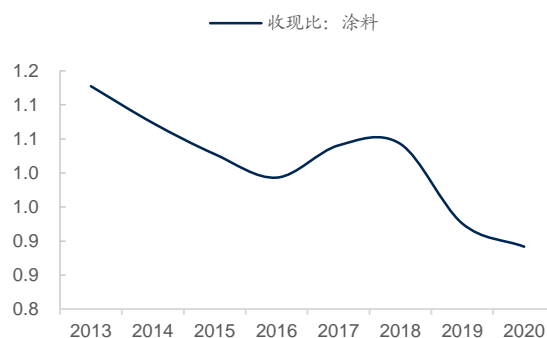
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 基于跟踪的 2 家涂料公司)

图 127: 2013-2020 涂料应收账款周转率和存货周转率



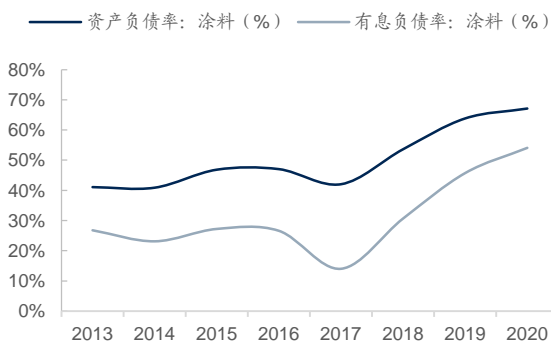
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 128: 2013-2020 涂料板块收现比



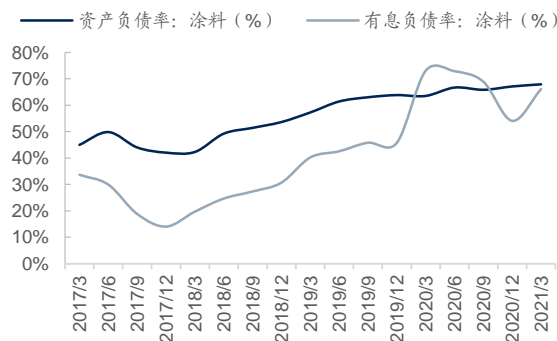
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 129: 2013-2020 涂料板块资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 130: 17Q1-21Q1 涂料各季末资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

防水、涂料脱颖而出，资金青睐优质板块/企业

今年以来，防水、涂料板块企业受资金青睐显著，年初至今防水和涂料板块分别上涨 57.6%和 56.3%，主要受益于板块龙头企业业绩超预期、估值修复和对未来长期成长的确定性。我们认为，后疫情时代扩大马太效应，其他建材中的行业优胜劣汰有望加速，行业集中度将进一步提升；在地产“三道红线”影响下，B 端集采进入下半场，对企业的资金和运维管理带来新的挑战，同时也对企业供应、产品、服务等综合能力提出更高要求，在此竞争中，具有较强品牌优势的龙头企业有望明显受益；在疫情复苏后需求重启、消费升级、模式改变的背景下，C 端品牌建材需求有望明显服务，当前主流消费购买方式的改变也

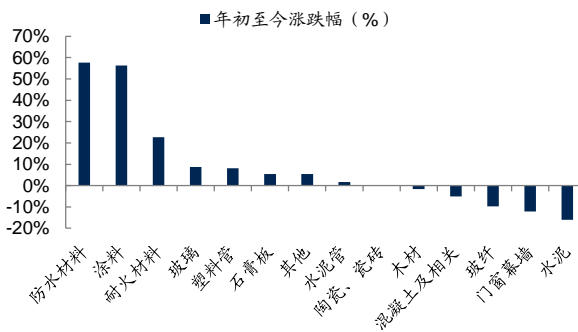
将利好部分小 B 市场。推荐**坚朗五金、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹、科顺股份、帝欧家居、三棵树**；其他细分领域，建议结合行业和企业发展，关注“小而美”的精彩，推荐**再升科技、纳川股份**。

图 131: 防水/涂料板块对比行业和沪深 300 具备相对收益



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 132: 防水/涂料板块 2021 年涨幅位居行业前列



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

回归本位，关注低估值、强业绩的优质品种

回顾 2020 年及 2021Q1 建材板块财报数据，整体呈现如下特点：

- ① **增长韧性犹存，分化依旧显著：**2020 年建材行业营收同比+9.4%，归母净利润同比+15.1%，增长韧性犹存，分化依旧显著，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材营收同比增速分别为+7.1%/+7.7%/+23.4%/+11.3%，归母净利润同比增速分别为+1.9%/+81%/+24.2%/+49.8%；2021Q1 同比明显恢复，板块间分化持续，玻璃、玻纤和其他建材利润增速远高于收入增速，弹性进一步凸显。
- ② **盈利维持相对高位，板块差异进一步体现：**2020 年建材行业平均净利率 14.9%，同比+0.73pct，2021Q1 净利率 12.27%，同比+2.89pct，继续维持相对高位，同时板块间差异进一步体现，2021Q1 水泥/玻璃/玻纤/其他建材毛利率分别为 26.7%/37.9%/36.5%/25.3%，同比 -7.69pct/+10.84pct/+7.55pct/-0.73pct。

结合各分子板块的财务数据和行业运行，我们对其观点分别如下，其中：

水泥行业：2020 年水泥行业的“新均衡”经受住疫情考验，行业稳定性再度被印证，业绩涨势整体钝化进入盘整期，从普涨状态转换为结构性增长，区域差异进一步凸显，华东、华南地区增速从领跑到趋稳，并逐步向西北、华北地区扩散，同时西北、华北地区去杠杆加速，并逐步进入净现金状态，但盈利能力南北地区差异依旧维持，华北地区和西北地区仍相对落后。从行业运行角度来看，水泥行业继续维持稳定运行，受益于今年各地新开工项目和去年存量项目的持续释放，旺季表现良好，价格持续上涨，同时库存处于历史低位，近期淡季来临，北方地区受成本支撑价格相对表现较好，南方受频繁降雨天气影响，价格表现偏弱，但错峰停窑和限电措施为部分地区提供一定支撑。展望 2021 年，预计行业运行依旧以稳为主，盈利中枢保持高位，高分红有望持续；当前水泥板块的 PE、PB 估值均处于较低水平，具备较高的安全边际，我们认为水泥行业进退有据，守成为上，建议重点把握区域结构性机会，推荐关注：①传统建设需求规模大且稳健的华东、华南区域，**推荐海螺水泥、万年青、塔牌集团**，②因为疫情等事件因素影响，未来需求有望修复的华中、华北区域，**推荐**

华新水泥、冀东水泥，以及③区域需求具有增长潜力的西北地区，推荐天山股份、祁连山和宁夏建材。

玻璃行业：2020年玻璃价格在年内呈现“V”型反转走势，受益于行业整体景气度提升，玻璃价格刷新同期高位，玻璃板块盈利持续创新高，尤其下半年以来受益光伏玻璃景气度急速拉升，以福莱特为代表的光伏玻璃龙头企业盈利加速放大。经营性净现金流同步加速改善，再投资意愿明显提升，新技术和新产能布局持续深化，光伏玻璃板块快速崛起，电子玻璃等领域的突破有望带来新的增长点，产业结构升级进入快车道。今年以来，玻璃行业延续去年下半年的高景气度，价格不断刷新历史高位，短期来看，行业供给增量有限，竣工需求回暖确定性明显，下游订单保持充足，价格仍具备较强支撑；展望2021年，在光伏压延玻璃产能缺口缓解前，浮法建筑玻璃产能的结构化调整有望阶段性维持，这将收缩相应幅度的建筑玻璃供给，同时，在2021年房地产竣工回暖以及商品房开窗面积增加和双层/三层玻璃的普及率提升的趋势下，浮法玻璃需求仍有支撑，预计明年浮法玻璃有望实现供需紧平衡状态。此外，随着国内玻璃生产企业技术的不断积累与创新，产业结构升级进入快车道，未来电子玻璃、药用玻璃等领域的突破或成为企业业绩增长的全新看点。我们认为现阶段玻璃行业仍值得积极布局，建议解放思想，顺势而为，推荐行业内优质龙头企业**旗滨集团、信义玻璃、南玻A**。

玻纤行业：2020年下半年以来随着疫情形势逐渐好转，国内需求提振叠加国外订单边际改善，玻纤价格进入上升通道，持续提价超预期。受益于行业高景气，收入利润同步高增长且增速逐季放大，2021Q1继续超预期演绎，盈利能力创新高，同时扩张节奏持续放缓，供给增量大幅减少，叠加需求整体向上修复，供需格局持续向好，行业高景气持续。中长期看，行业内头部企业凭借战略和资金优势迅速抢占智能制造赛道，未来竞争优势有望得到进一步巩固，目前龙头企业估值低廉，结合行业景气周期判断，建议积极布局优质龙头，推荐**中国巨石、中材科技**。

其他建材：其他建材为建材行业中其他各种子品类的集合，包含细分子行业众多，且多数呈现“大行业、小公司”的格局，而细分子行业在成长能力、盈利能力及经营质量等方面的表现差异明显，且呈现持续分化态势，龙头企业 α 继续凸显，凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势迅速崛起，防水、涂料、建筑五金作为过去几年业绩持续超越行业平均增速的优势赛道有望继续胜出，获得更快成长。推荐**坚朗五金、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹、科顺股份、三棵树、帝欧家居**。其他细分领域，建议结合行业和企业发展，关注“小而美”的精彩，推荐**海洋王、再升科技、纳川股份**。

风险提示

①宏观经济进一步下行；②产能限制政策松动，供给超预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032