

产业升级，细分赛道成长性显现

——建筑建材行业2021年中期投资策略

2021年7月24日

 作者：孙伟风 执业证书编号：S0930516110003
胡添雅 执业证书编号：S0930518110002
冯孟乾 执业证书编号：S0930521050001

 证券研究报告

- ❑ 宏观层面：基建投资弹性不足；地产新开工下行，竣工周期弹性显现。后续持续关注基建公募REITs推广所带来的投融资机制变化。
- ❑ 建筑行业：产业升级持续推进，核心驱动因子为：1) “双碳”目标下的绿色建筑绿色建材改造升级；2) “人口红利”逐步消弭下，设备对人工替代、装配式对人工替代所蕴含的成长性机会。
- ❑ 建材行业：周期品供给约束为盾，需求弹性为矛，优选浮法玻璃相关公司。消费建材强者恒强，优选细分赛道龙头。耐材受益于“双碳”政策推进，龙头集中度缓慢提升。此外关注“产品升级”相关主线。
- ❑ 风险提示：设备租赁行业竞争加剧，融资成本大幅上行风险；装配式政策推进不及预期风险；REITs市场表现不及预期风险；“双碳”政策扶持不及预期风险；水泥价格受需求下滑而回落的风险；玻璃需求不及预期风险；玻纤行业供给快速放量导致玻纤价格下跌风险；消费建材行业市场集中度提升不及预期风险。

- 1. 行情复盘
- 2. 行业宏观分析
- 3. 建筑行业中期策略
- 4. 建材行业中期策略
- 风险提示

■ 1.1 建筑建材板块表现居中，但均跑赢大盘

■ 1.2 钢结构、国际工程领涨建筑板块

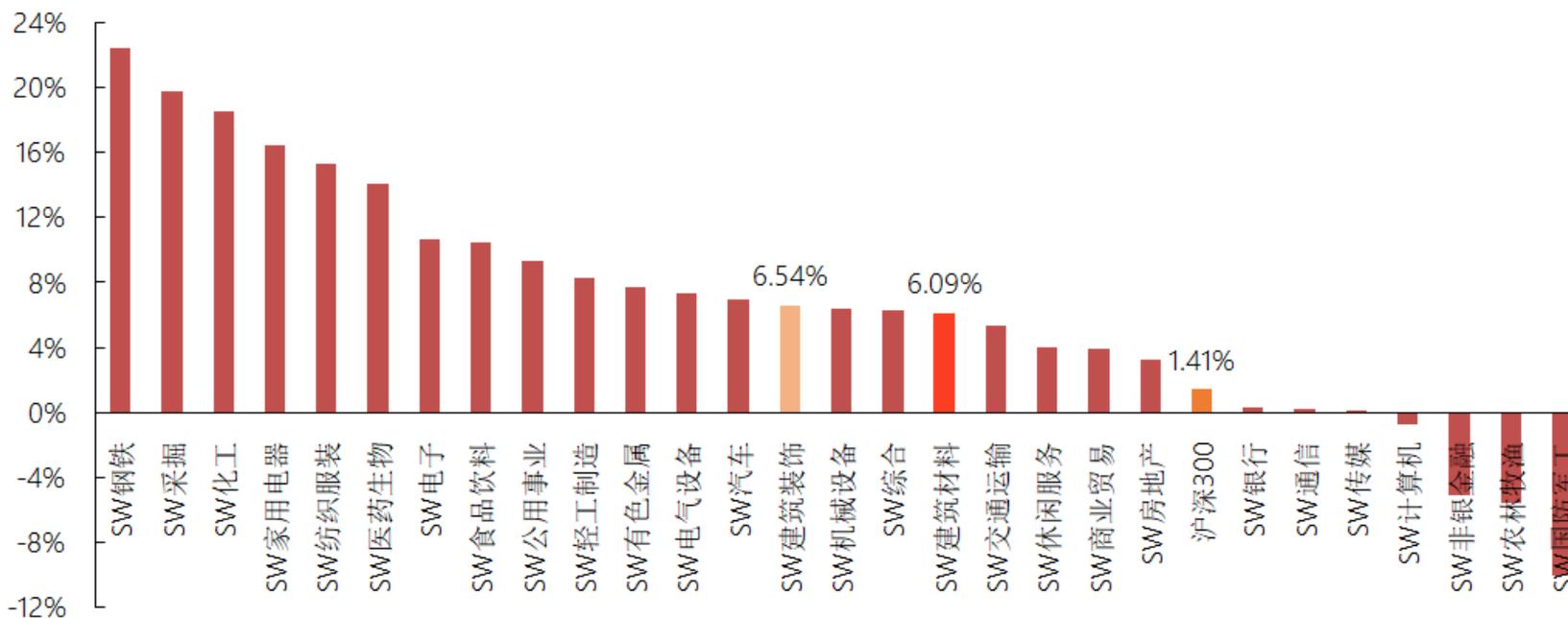
■ 1.3 玻璃景气度最高，涨幅为建材板块首位

1.1 建筑建材板块表现居中，但均跑赢大盘

建筑建材板块跑赢大盘，估值中枢较为稳定：截至2021年6月30日，SW建筑装饰板块实现6.54%的正收益，SW建筑材料板块实现6.09%的正收益，均领先沪深300指数5个百分点左右，分别在28个申万一级子板块中排名第14位和第17位，位于中下游。

建筑装饰行业录得正收益依托于钢结构和国际工程板块强势拉动；建筑材料行业则依靠玻璃板块高景气及消费建材持续向好。

图1：2021H1申万一级子行业板块涨跌幅

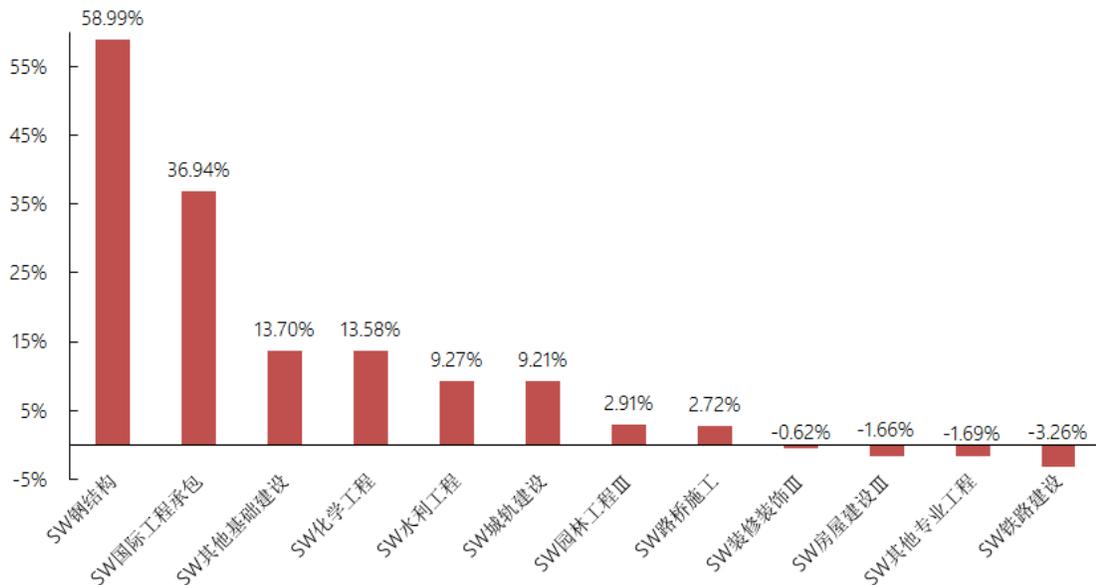


1.2 钢结构、国际工程领涨建筑板块

细分子板块：21年上半年钢结构景气度持续向好，涨幅排名第一，为58.99%；随着碳中和、碳达峰政策持续推进，国际工程板块预期升温，涨幅达到36.94%；不过市场仍对传统建筑工程长期需求持悲观预期，同时对房企资金链担忧进而压制装饰装修行业表现，因此相关板块均出现下跌。

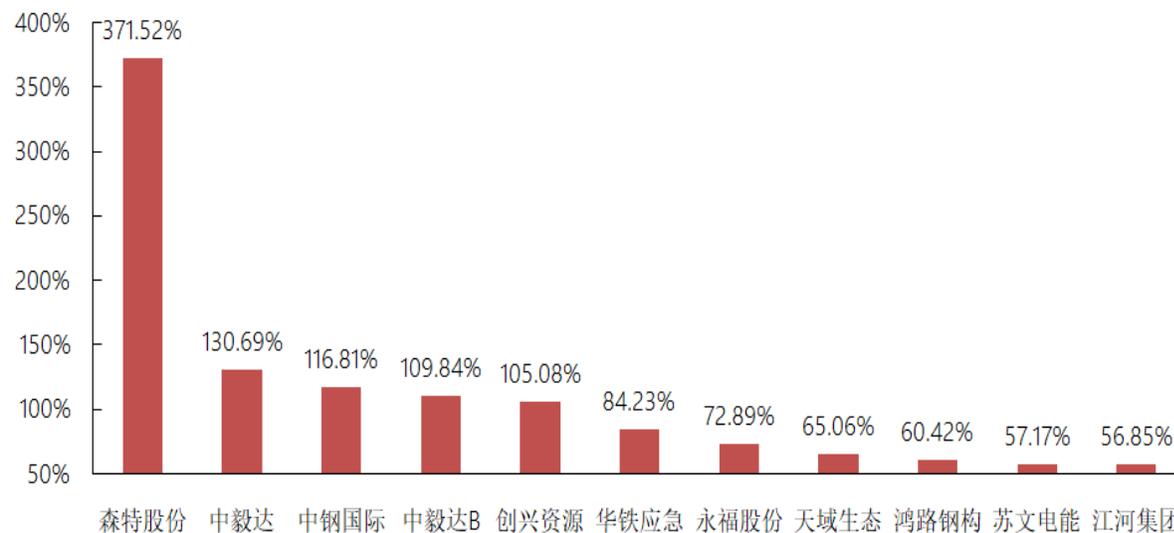
个股角度：BIPV和碳中和概念股涨幅较高，森特股份较年初上涨371.52%、中钢国际上涨116.81%，此外高空作业设备租赁龙头华铁应急、钢结构核心标的鸿路钢构，涨幅也均位于前列。

图2：21年上半年建筑各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

图3：21年上半年前十大建筑个股股价涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

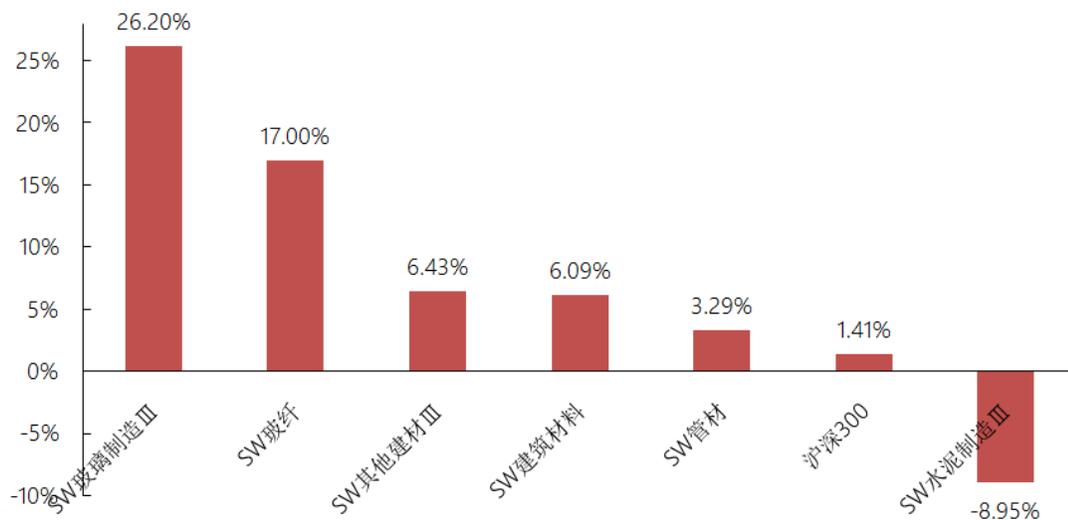
请务必参阅正文之后的重要声明

1.3 玻璃景气度最高，涨幅为建材板块首位

细分子板块：21年上半年玻璃行业景气度最高，现货价格持续创新高，带动板块涨幅排名第一，为26.20%；玻纤行业景气仍在高位，但市场预期周期顶点或已临近，股价冲上阶段性高点，随后回调明显；消费建材市占率提升逻辑继续演绎，整体表现继续上行；水泥板块整体缺乏业绩弹性，且淡季价格表现不及预期，致使股价出现下跌。

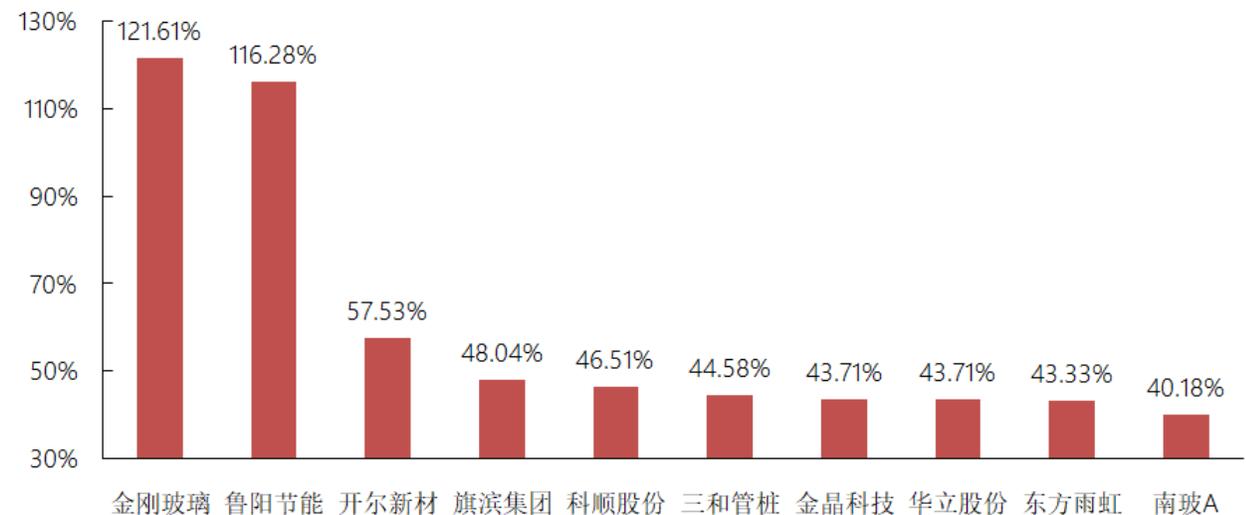
个股角度：涨幅较高的依然集中于玻璃和消费建材板块，旗滨集团、金晶科技、南玻A、科顺股份、东方雨虹均跻身前十。

图4：21年上半年建材各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

图5：21年上半年前十大建材个股股价涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

■ 2.1 基建投资弹性不足，关注公募REITs变化

■ 2.2 新开工偏弱，“两集中”后或有阶段弹性

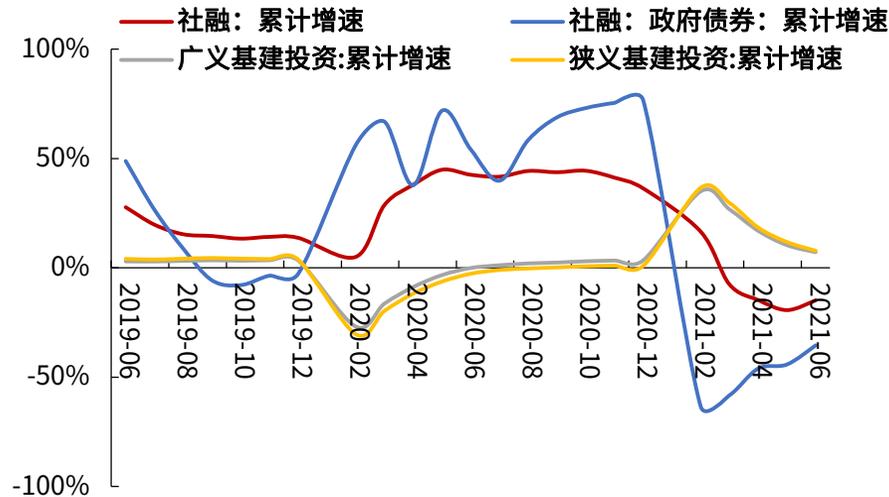
■ 2.3 竣工周期向上，年内无忧

2.1.1 基建：单6月增速降幅收窄，基数变化叠加资金回暖

单6月增速降幅收窄：2021年1—6月份，广义基建投资累计同增7.2%，单6月同增-0.3%，较上月回升3.4pct；狭义基建投资累计同增7.8%，单6月同增-1.5%，较上月回升1.0pct。

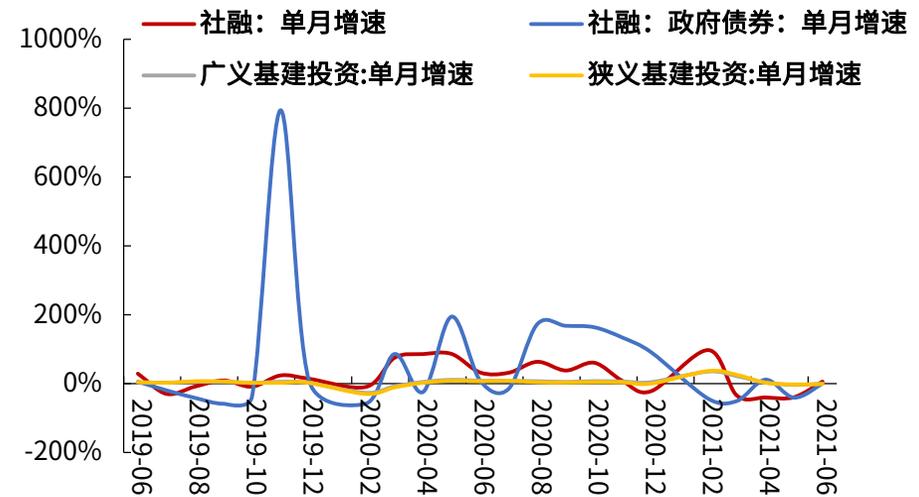
基数变化叠加资金面回暖导致：6月广义基建、狭义基建单月增速的基数较低，主要是由于铁路投资、公路投资基数低导致。六月份社融单月增速5.8%，较上月回升45.6pct，自今年三月以来单月增速首次转正；其中政府债券单月增速0.3%，较上月回升41.4pct，资金面显著回暖。

图6：社融、广义基建、狭义基建累计增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图7：社融、广义基建、狭义基建单月增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.1.2 基建：2021年1-5月专项债总额同降48%

专项债总额同降48%：2021年1-5月，地方政府发行专项债1.17万亿元，同降48%；地方政府发债总额2.55万亿，同降20%；今年发债节奏整体慢于去年同期。

预计全年总额负增长：2020年，新增专项债限额3.75万亿，同增74%；2021年，新增专项债限额是3.65万亿，同降3%。从专项债投向基建的比例来看，2020年约为45%，预计2021年约为40%；2020年上半年政策因素限制了资金投向棚改的比例，导致2020年投向基建的比例偏高。

综合来看，预计2021年新增专项债实际用于基建的资金规模同降约14%；结合前5月发行节奏整体偏慢，预计下半年专项债发行加速后会对基建投资形成托底，但总体支撑力度弱于2020年。

图8：地方政府发债累计值（亿元）

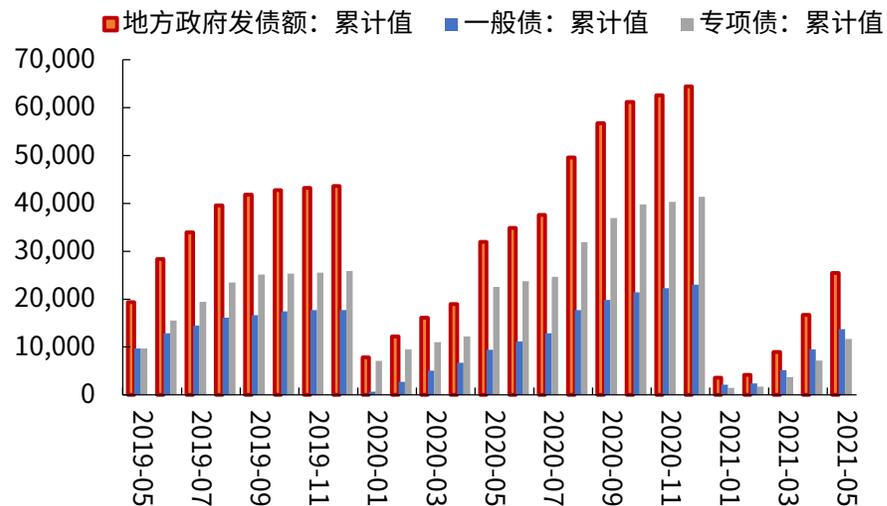
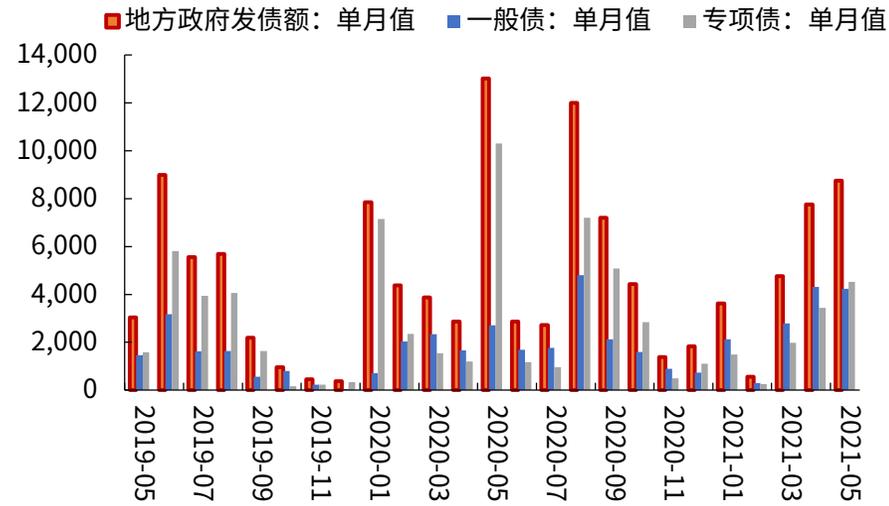


图9：地方政府发债单月值（亿元）

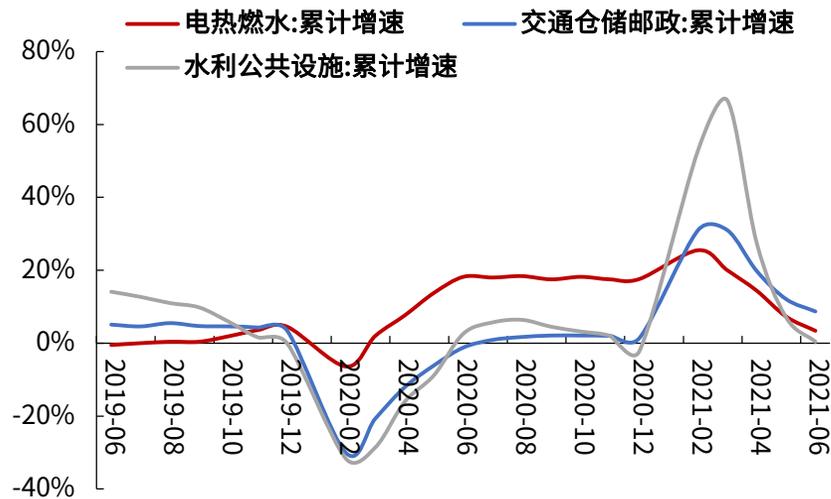


2.1.3 基建：细分行业增速回升，基建投资受债务规模限制

细分行业增速回升：2021年6月，电热燃水、交通运输邮政、水利公共设施、铁路、公路等细分行业固投在基数略有上升的情况下，单月增速在6月均出现回升，预计主要与资金面回暖有关。

基建投资受债务规模限制：2020年末我国地方政府债务余额约为26万亿，债务率接近警戒区间下限，因此政府主动控制专项债规模，实现逐步退坡。2021年专项债规模仅有小幅收敛，对基建投资增速形成托底；同时受限于地方政府债务规模，基建投资支出总体受约束，弹性空间不大，后续关注宏观政策变化方向、资金面政府债券发行情况。我们预计基建单月增速年内回正，累计增速略低于去年。

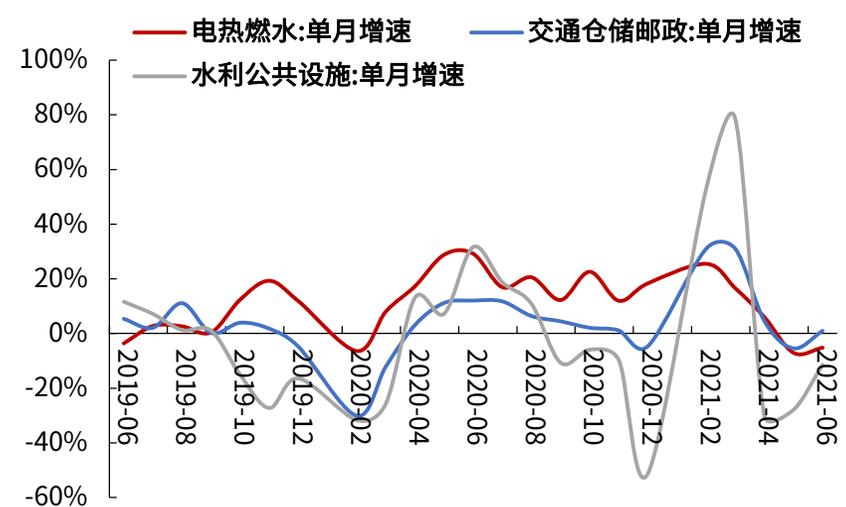
图10：电热燃水、交通运输、水利公共投资累计增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图11：电热燃水、交通运输、水利公共投资单月增速



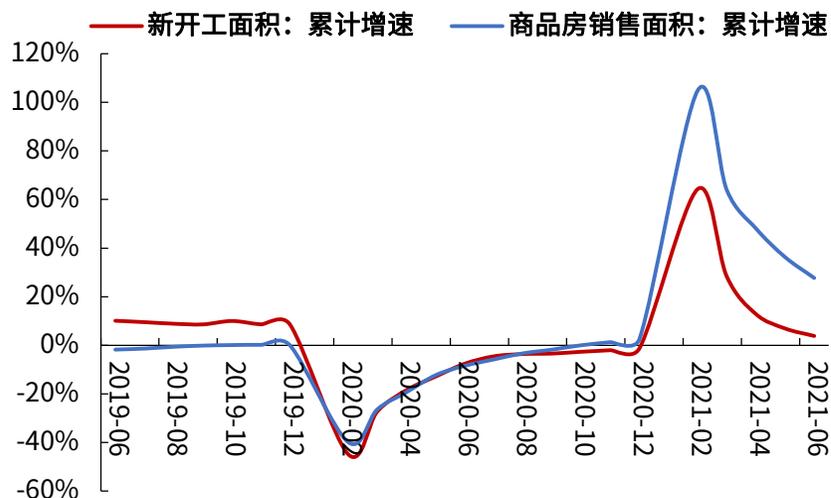
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2 新开工：单月增速走弱，长期向下趋势不变

单月增速走弱，受基数影响：2021年1—6月份，房屋新开工面积10.1亿平方米，累计同增3.8%，单6月同增-3.8%；我们观察到六月份在高基数下新开工单月增速仍出现回升，判断四五月份集中供地对新开工资金面压力阶段性缓解，6月新开工增速负增长主要由高基数造成。

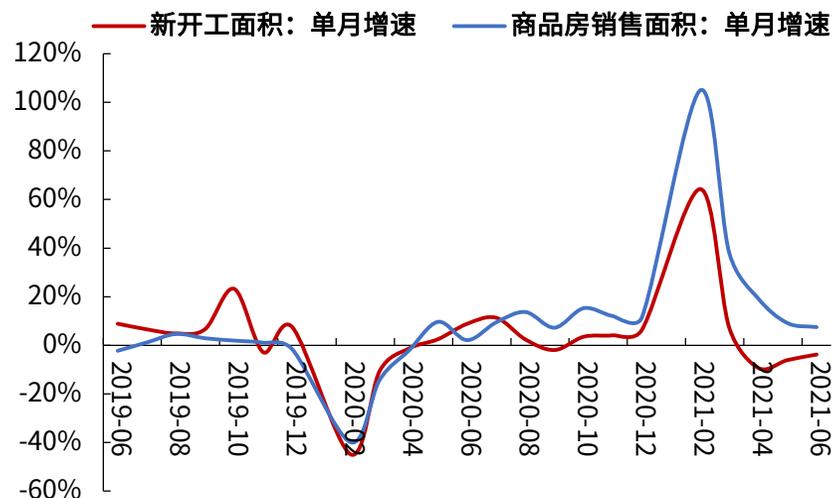
新开工长期向下趋势不变：四五月集中供地完成，新开工单月增速出现阶段性反弹，但我们判断新开工面积长期向下趋势不变。房地产行业高增长阶段出现的新开工面积持续高于销售面积，在房地产需求放缓的情况下，这种异常现象不可持续，新开工面积预计会趋近于销售面积。

图12：新开工及商品房销售面积累计增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图13：新开工及商品房销售面积单月增速



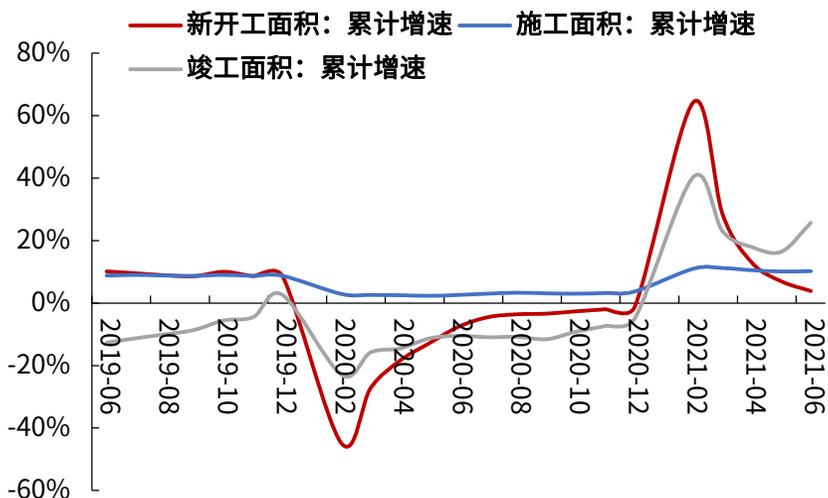
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3 竣工：单月增速大幅回升，判断年内高景气将延续

单月增速大幅回升：2021年1—6月份，房屋竣工面积3.6亿平方米，累计同增25.7%，单6月同增66.6%，较上月回升56.4pct；较2019年同期两年复合增速24.7%。

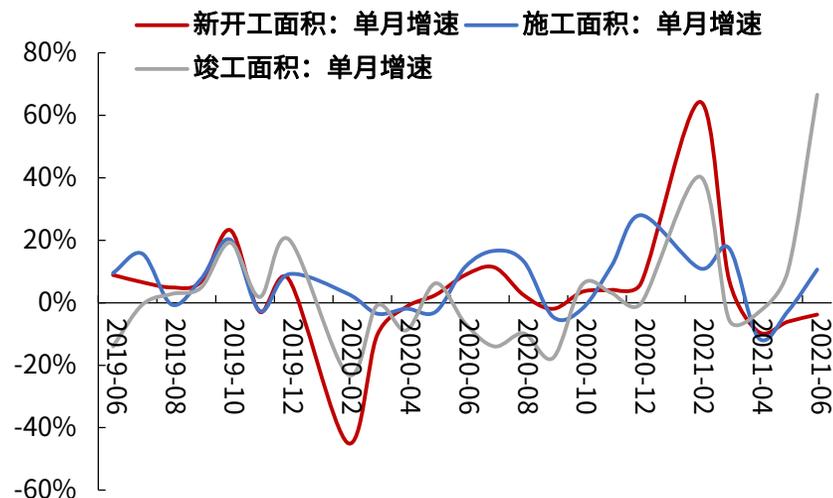
判断年内高景气将延续：2016-2020年，新开工面积及增速持续高于竣工面积及增速。2019年，竣工累计增速转正，但20年疫情影响结转节奏，导致新开工-竣工的累计缺口进一步扩大。21年Q2以来，竣工单月增速显著高于新开工，且竣工数据已观察到加速趋势，判断年内竣工端高景气有望维持，新开工-竣工累计缺口有望出现收缩。

图14：新开工面积、施工面积、竣工面积累计增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图15：新开工面积、施工面积、竣工面积单月增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

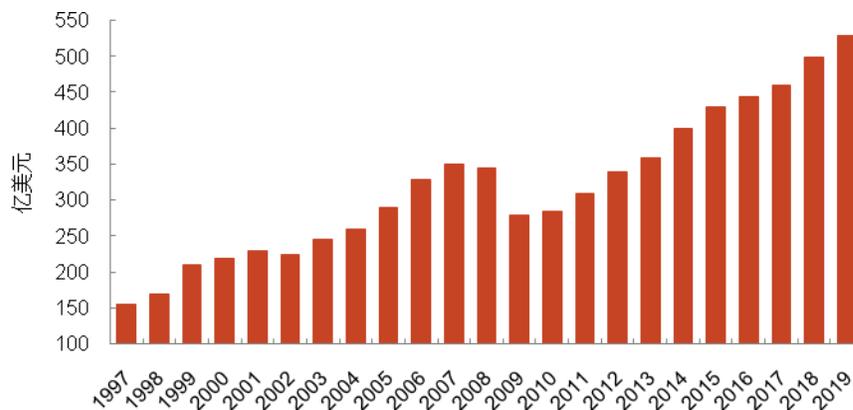
- 3.1 设备“干租赁”方兴未艾
- 3.2 钢结构阶段性扰动不改长期趋势
- 3.3 基建公募REITs或带来建筑央企价值重估
- 3.4 “两碳”主题下的BIPV与生产线改造

3.1.1 设备租赁：万亿级大赛道，我国仍在起步阶段

万亿级大赛道：2019年美国设备租赁市场规模约为530亿美元，建造支出约为1.36万亿美元，折人民币约8.97万亿元。同期，我国建筑业总产值约为24.8万亿人民币，约为美国的2.8倍，若我国设备租赁渗透率与美国一致，则工程设备租赁市场的潜在规模可达1万亿人民币左右。

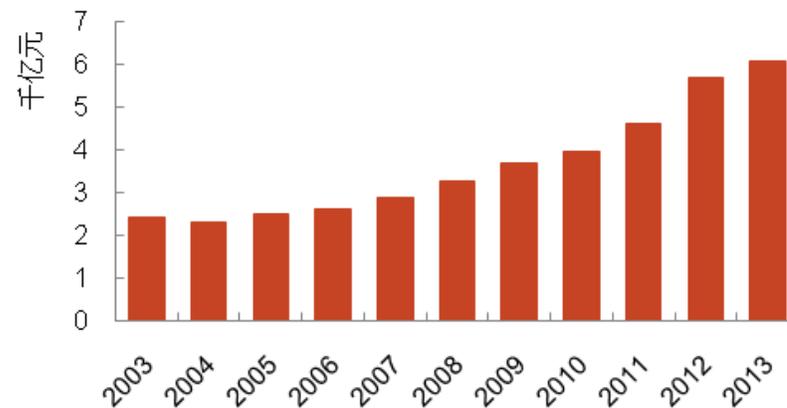
我国仍在起步阶段：截至2013年，建筑业自持设备规模约为1150万台，设备净值6094亿元；根据测算，2017年规模以上租赁企业产值规模仅为2000亿元，远低于设备净值。我们判断有部分“湿租赁”企业被归类为建筑分包商，导致数据测算有一定失真，但从另一角度也说明，在海外被广泛采用的设备“干租赁”模式，在我国仍处在起步阶段。

图16：美国通用设备及建筑\工业设备租赁市场规模



资料来源：Wind，光大证券研究所

图17：建筑业-年末自有施工机械设备净值



■ 建筑业-年末自有施工机械设备净值

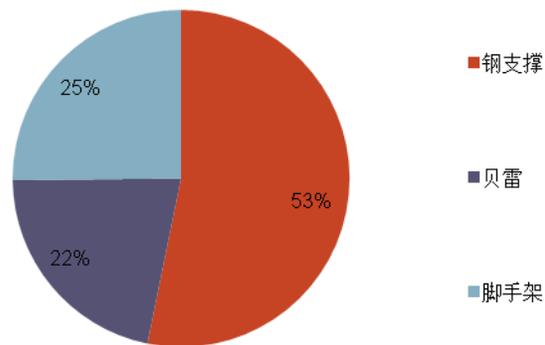
资料来源：Wind，光大证券研究所

3.1.2 华铁应急：经营业务多元化，有望转型轻资产模式

经营业务多元化：公司从2014年的钢支撑、脚手架、贝雷等产品为主，向多元租赁方向靠拢，其建筑周转材料业务已涵盖脚手架、贝雷、钢支撑、铝合金模板、伺服轴力检测控制系统、集成式升降操作平台等，设备租赁目前以高空作业平台为主。

有望转型轻资产模式：2019年，公司以高空作业平台租赁为切入口，发力设备租赁业务布局，经营性租赁收入及资产实现快速增长。公司以URI、Ashtead等海外龙头为目标，从周转材料租赁向设备全品类租赁商布局；若公司利用其渠道及管理优势，实现设备资产“代管”，则未来业绩可突破资本开支的束缚，实现资产端由重向轻的逐步转变。

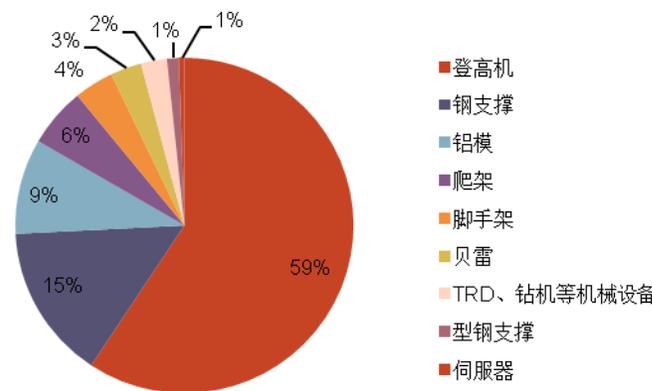
图18：截止2014年底，通过经营租赁租出的固定资产



资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图19：截至2020年，通过经营租赁租出的固定资产



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2.1 钢结构：钢价上涨短期抑制需求，对行业长期乐观

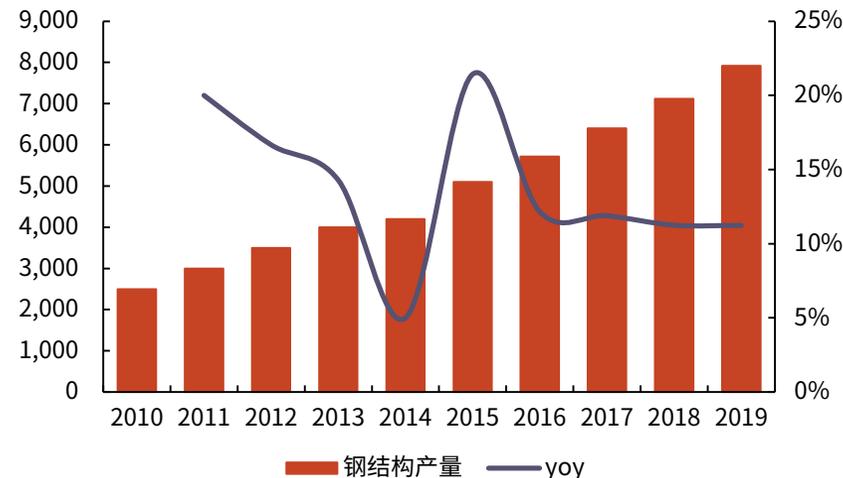
钢价上涨短期抑制需求：2021年上半年，钢价经历了一轮快速上涨，对下游需求造成一定程度的抑制，鸿路钢构2021Q2的产量和订单增速放缓也反映了钢价上涨造成需求放缓。我们通过草根调研了解到，原材料价格上涨会导致项目进度推迟，但不会导致需求消失，短期扰动不改变长期趋势。

对钢结构行业长期乐观：我们认为，本轮钢结构装配式建筑的发展主要受政策推动影响，在政府主导的学校、医院、人才公寓、农村农居改造等领域推广钢结构使用；下一阶段，钢结构建筑将受益于绿色建筑、碳中和等国家政策的推进，这是因为全生命周期视角钢结构建筑碳排放较混凝土建筑大幅减量，我们认为钢结构行业增长还有广阔空间，对行业发展长期看好。

图20：钢价走势图2020-2021



图21：全国钢结构产量（万吨）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：中国钢结构协会，光大证券研究所

3.2.2 鸿路钢构：盈利能力逆势提升，看好公司竞争优势

盈利能力逆势提升：与此前市场担忧相反，钢价上涨因素并未影响到鸿路钢构制造业务的盈利能力，我们根据公告数据测算，2021Q1吨扣非净利润约为215元/吨，同增120元/吨，较19Q1增长45~59元/吨，2021Q2吨扣非净利润246元/吨，同增59元/吨，盈利能力显著高于上年同期。

看好公司竞争优势：2021Q2钢价大幅上涨的外部条件下，公司制造业务吨净利仍保持提升，验证了公司优秀的管理能力和行业竞争力。公司盈利能力不降反升主要由于：1) 钢价处于上升通道中，公司合同报价或提前反映上涨预期；2) 公司前瞻性低价储备原材料，且生产成本采用移动平均法计量，故其生产成本增速慢于销售价格增速。

公司作为目前装配式产业链中成长性最清晰、行业竞争力最显著的钢结构制造领域龙头企业，将长期受益于装配式行业快速增长与钢结构加工环节供给紧平衡现状。

图22：鸿路钢构单季度吨扣非净利润（元/吨）

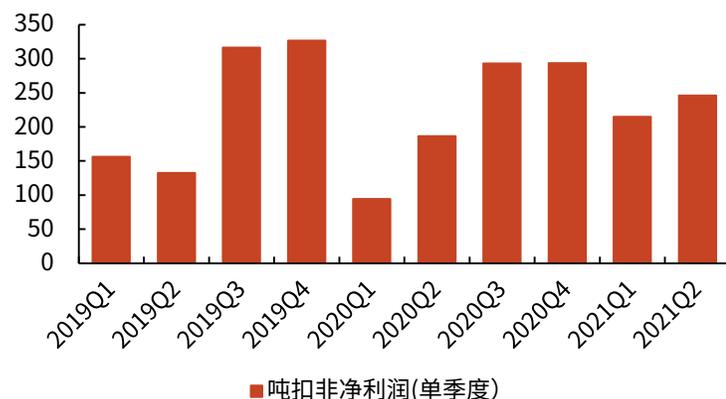
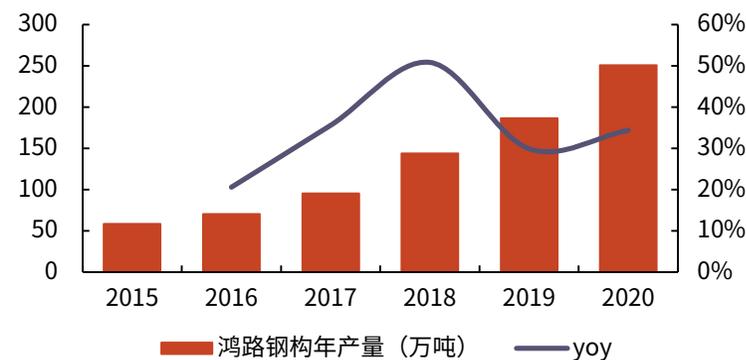


图23：鸿路钢构年度产量



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3 基建REITs：降低宏观杠杆率，基建央企有望价值重估

降低宏观杠杆率：当前我国政府部门杠杆率、实体经济部门杠杆率已达历史高点，通过以REITs为代表的权益类融资工具实现杠杆率的降低是切实可行之路。REITs具备回报率高、收益风险比高及与其他大类资产表现关联度低的特性，资产配置价值显著。

基建央企有望价值重估：市场对于首批基建公募REITs非常热情，这与首批项目底层资产质量较好也有一定关系。若后续批次项目收益率走低后，投资者依旧认可，或基建公募REITs上市后呈现较好的流动性，原始权益人将存量项目资产证券化的意愿上升，预计会带来对持有相关资产上市公司的价值重估。

建议关注：1) 报表内无形资产占总资产比重较高，将直接受益于基建REITs推进的中国交建、中国电建；2) 借助基建REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国中冶。

图24：现阶段政府部门杠杆率已达历史高点

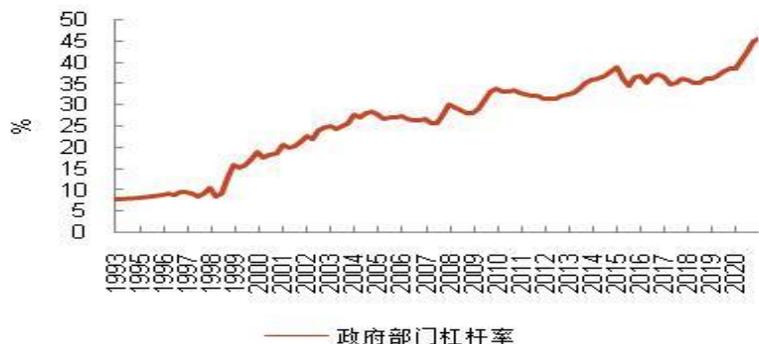


图25：现阶段实体经济部门杠杆率已达历史高点



3.4.1 “两碳”主题：光伏屋顶进行时，碲化镉或将发力

光伏屋顶进行时：2021年6月20日，国家能源局综合司正式下发政策文件，拟在全国组织开展整县（市、区）推进屋顶分布式光伏开发试点工作，预计将加速我国建筑物屋顶安装分布式光伏的进度。当前发展阶段，政府以屋顶为主要应用场景对BIPV进行推广，在此情况下，技术成熟的晶硅太阳能电池板是首选方案，相关制造企业、工程企业首先受益。

碲化镉发电玻璃或将发力：在碳中和大背景下，仅靠光伏屋顶发电难以满足建筑物自身用电需求，若要实现建筑物供电自给自足，下一阶段预计将进一步扩大BIPV应用场景，从屋顶进一步推广到建筑立面，如建筑物幕墙、围护等。在新的应用场景下，透光性更强、弱光性能更加突出、美观度更高的发电玻璃，预计将成为主要光伏建筑材料。

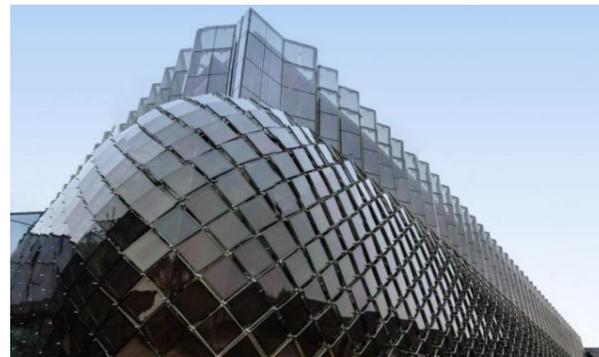
建议关注：BIPV推广，相关材料公司率先收益，关注以隆基股份为代表的晶硅系企业；屋顶光伏市场启动，相关工程公司或可受益，关注森特股份、江河集团、瑞和股份；发电玻璃尚处早期，建议关注有相关业务布局的企业如中国建材、金晶科技。

图26：国家电投总部BIPV光伏幕墙



资料来源：国家电投官网，光大证券研究所

图27：BIPV光伏幕墙



资料来源：汉能集团官网，光大证券研究所

3.4.2 中材国际：集团协同助力增长

集团协同助力增长：境内市场，中建材集团正在推动水泥生产线智能化改造。集团及公司试点项目，槐坎南方项目作为集领先的烧成、粉磨、智能化技术及装备为一体的示范性项目通过考核验收，减少二氧化碳排放15.6万吨等，实现水泥行业超低排放指标，实现了综合管理效率提升50%以上，劳动生产率提高200%。该项目具备良好的经济性以及节能减排效果，后续有望在集团内部推广，并为公司带来增量需求。

海外市场订单恢复：公司2020全年境外订单同比增长19%，其中单四季度新增118%，为未来收入业绩增长提供保障。在全球推动“碳中和”的背景下，传统水泥生产线面临智能化、绿色化改造浪潮，公司拥有以低热耗、低系统电耗为代表的绿色生产、减碳捕捉等技术，将受益于水泥行业绿色及智能化改造浪潮。判断后续公司盈利能力或可稳步回升。

4.1 周期品

4.2 消费建材

4.3 耐火材料

4.4 其他建议关注公司

4.1.1 玻璃：最好的周期品之一，价格有望再创新高

起底本轮玻璃牛市—供给受限、需求复苏：供给侧改革严控新增产能，供给端相对稳定是本轮玻璃牛市的基础；前期房地产“高周转”积累的竣工持续修复，带动玻璃需求较快提升，是玻璃价格持续走牛的主要推动力。20H2至今，玻璃价格一路上涨，屡创新高。

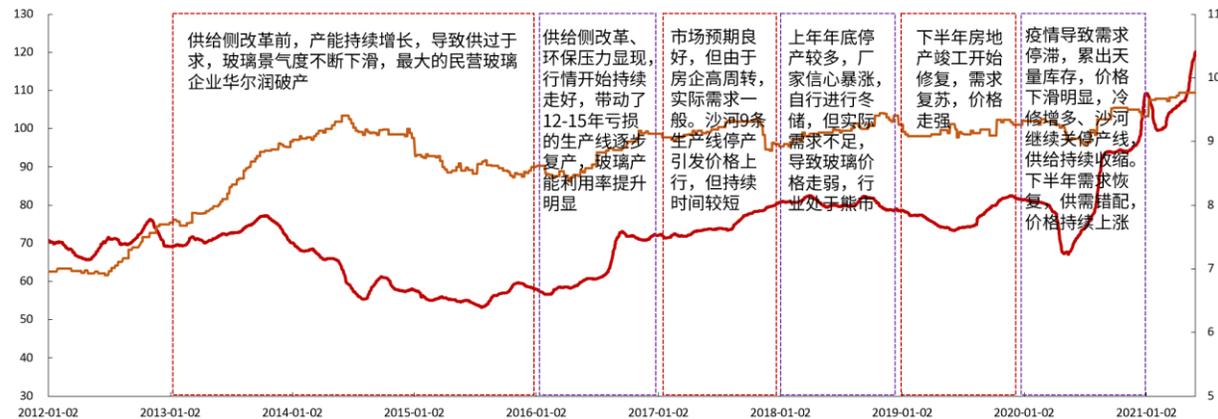
继续坚定看好21H2玻璃价格向上：21H1，生产企业库存始终低位，淡季不淡，为H2旺季行情启动奠定较好基础。在房地产竣工修复大逻辑下，玻璃需求仍将维持旺盛，而供给弹性不足，因此供需紧张态势将难以缓解，价格继续向历史新高迈进。

周期性弱化，行情延续时间更久：供给端的持续约束，使得仅在需求周期作用下，波动幅度将减弱，玻璃价格未来快速大幅下跌可能性较低。

图28：玻璃行情复盘

单位：元/重量箱

单位：亿重量箱



— 浮法玻璃现货价格 — 浮法玻璃在产产能 (右轴)

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2021年6月30日

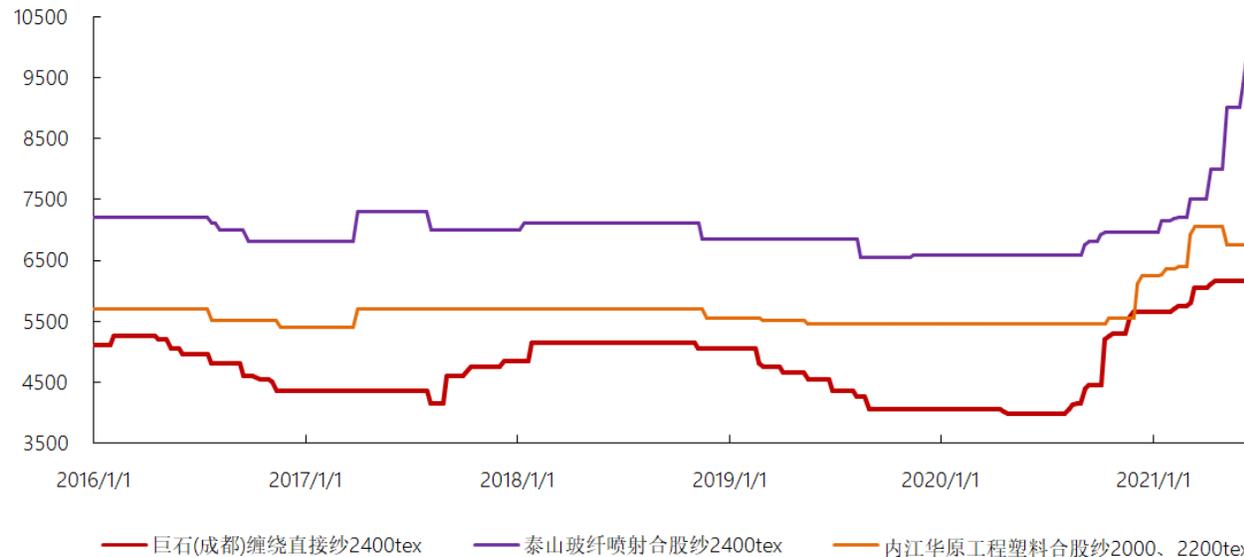
4.1.2 玻纤：盈利高位，新增供给或加速投放

现价高位反映现阶段需求向好：目前粗纱价格处于历史高位，反映国内外需求不断复苏，18-19年新增行业产能已被逐步消化。现阶段供需仍然偏紧，主要企业库存低位，产品价格持续上行。

市场担忧新一轮供给冲击产品价格：从历史数据观测，玻纤需求侧增长较为稳定（全球GDP增速*2）；供给端与水泥及浮法玻璃的重要区别在于其新建产线不受限制，因此同时受到新增产能及旧线技改影响，产能投放及技改周期造成阶段性供需失衡的现象。伴随行业高景气，21H2-22年将迎来新一轮产能投放高峰期，或冲击产品价格。

图29：玻纤价格走势

单位：元/吨



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2021年6月30日

4.1.3 水泥：价格仍在高位，然而缺乏弹性

控供给带来行业持续高景气：2016年以来，水泥价格中枢持续上涨，之后保持高位运行，期间下游需求变动不大，实质为“供给侧改革+错峰生产”带来供给约束，推动基本面改善。

需求下滑&供给约束弱化，淡季价格跌幅较大：2021年1-5月水泥产量再创新高，需求向好拉动价格阶段上行，但5月份行业提前进入淡季，此后价格下跌频率与幅度超出预期。当前需求虽有压力，但供给端微妙变化更应引起注意。

供给端或在探寻新的竞合平衡，价格不宜过高预期：20年至今，水泥跨区域流动加剧，对区域供给平衡带来挑战，此外企业间协同执行力有所减弱，后续价格暂未出现大幅上涨基础，整体缺乏弹性。

图30：全国PO 42.5水泥价格走势

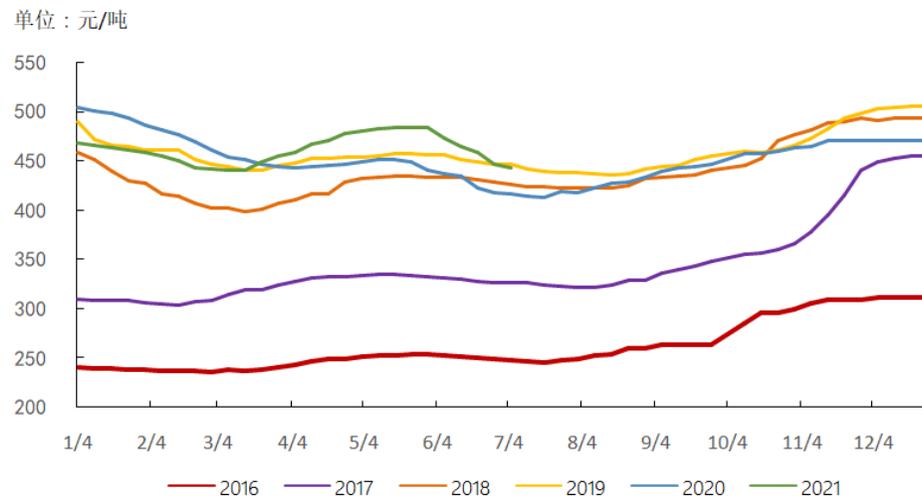
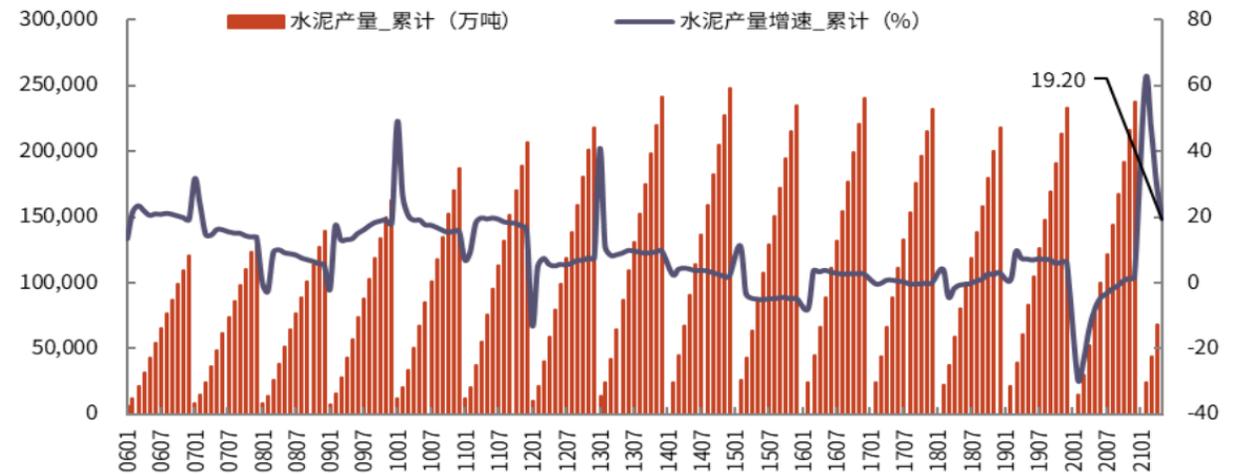


图31：全国水泥产量



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2021年6月30日

资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2021年6月30日

4.1.4 周期阶段不同，品种估值走势分化

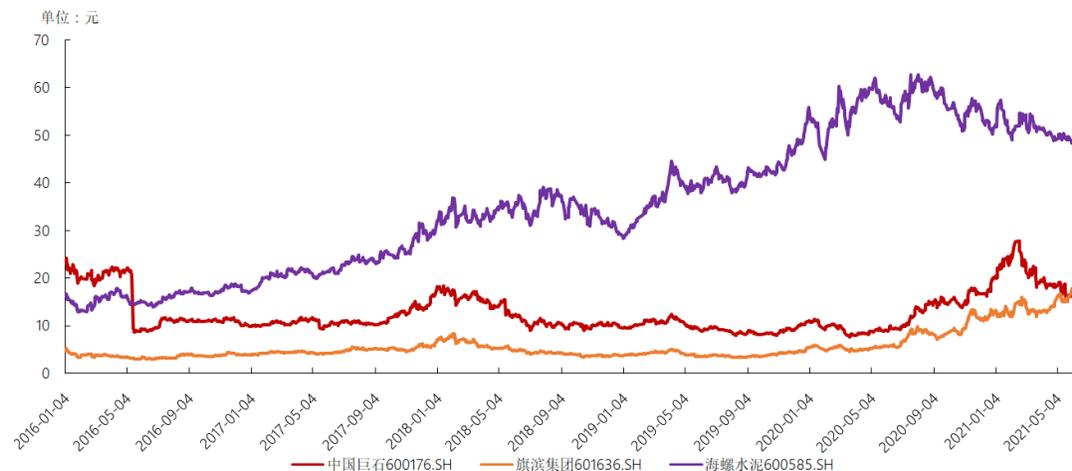
水泥、玻璃、玻纤三大周期品当前价格均处历史高位，但相关公司估值走势已出现分化，究其原因在于市场对品种未来价格走势以及持续性的预期不同。

玻璃：新增产能严控，在产产能释放已较为充分，竣工修复下，供需仍旧偏紧，价格存继续上涨预期。行业周期性弱化，下游房地产市场仍以稳为主，行业未来盈利难以出现大幅下滑。因此估值继续上移，且中长期具备支撑。

玻纤：需求增长趋势明确，但供给端并未有约束，周期性更强，高景气下产能投放大概率加速，当前价格或已接近周期顶点，因此估值明显下移。

水泥：水泥价格已在高位震荡两年，随着供给端水泥跨区域流动加剧、供给端重新探寻竞合平衡，进一步削弱价格弹性。且可预见未来水泥需求将从平台期下滑，对估值产生压制。

图32：海螺水泥、旗滨集团、中国巨石股价走势



4.1.5 周期品投资逻辑：首选兼具成长性的行业龙头

- ❑ 周期品龙头企业规模大、成本低，在行业高景气阶段，业绩弹性更强；在景气下行阶段，也能收获高于行业平均的利润。近年来，龙头企业在依托主业的基础上，不断进行产业链延伸或相关品类拓展，寻找新的利润增长点，进一步熨平业绩周期性波动、增强自身成长属性。
- ❑ **玻璃**：在新增浮法产能受限的背景下，浮法玻璃龙头已逐步向下游深加工延伸，并开拓光伏玻璃、电子玻璃以及药用玻璃等业务。**建议关注：旗滨集团、金晶科技。**
- ❑ **玻纤**：行业并未出台新增产能限制政策，龙头企业仍在持续扩充产能，同时在积极布局电子布业务，继续在成长道路上前行。**推荐中国巨石、长海股份。**
- ❑ **水泥**：同样受制于新增产能收紧，水泥企业积极进行产业链延伸，包括向上布局砂石骨料和向下拓展水泥窑炉协同处置，同时加大海外熟料产能布局，业绩仍有较大向上空间。**推荐华新水泥、海螺水泥。**

4. 建材行业中期策略

■ 4.1 周期品

■ 4.2 消费建材

■ 4.3 耐火材料

■ 4.4 其他建议关注公司

4.2.1 看好集中度持续提升，龙头强者愈强

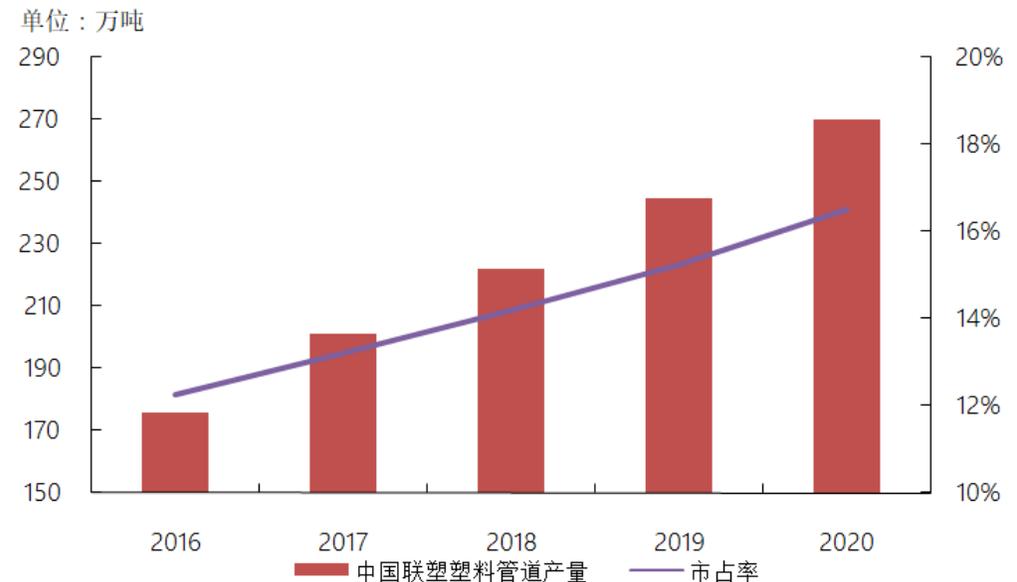
消费建材集中度普遍不高：行业多以轻资产为主，资金投入不多，且产品同质化并无明显技术壁垒，导致前期涌入大量企业进行竞争。

行业龙头在竞争中逐渐脱颖而出，“强者愈强”趋势确立，原因在于：1、监管与环保治理趋严，持续推动低端产能退出；2、下游房地产企业集中度提升，且集采模式下，带动龙头企业业务放量；3、龙头企业资金实力更强、融资渠道通畅（支撑产能扩张、承受B端直销客户账期、完善渠道铺设等）；4、受益规模效应，龙头成本更低，具有竞争优势；5、行业头部企业产品质量更有保障，品牌力更强。

图33：东方雨虹市占率变动趋势



图34：中国联塑市占率变动趋势



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2.2 多品类扩张，打开长期成长空间

消费建材各子行业客户资源、销售渠道高度协同：应用领域主要以房建为主，面对的客户通常为地产商、施工单位、家装公司、工长、个人装修消费者等，且部分应用工序衔接较近，因此具备协同基础。

跨品类布局逐渐成为各消费建材龙头企业的主流策略：龙头企业利用主业优势稳定经营基本盘，依托现有的客户与渠道资源、品牌优势，多品类业务拓展通道顺畅，并且部分产品在原材料或生产工艺等方面亦有协同之处，增强规模效应。

消费建材龙头正从早期单一产品生产商向一站式建材综合产品采购服务商转型，进一步打开成长空间，带来业绩和估值双升。

表1：消费建材公司多品类业务布局一览

公司	主营业务	多品类布局
东方雨虹	防水材料；国内防水绝对龙头，亚洲最大防水系统服务商	节能保温、民用建材、非织造布、建筑涂料、建筑修缮和特种砂浆
北新建材	石膏板；全球石膏板龙头	防水卷材、防水涂料及防水工程、涂料
三棵树	涂料；国内领先涂料企业	防水材料、保温材料、地坪材料、基辅材
亚士创能	建筑涂料；功能性建筑涂料龙头	保温装饰板、真金防火保温板、防水材料
坚朗五金	建筑五金；建筑五金集成供应龙头	逐步涉足智能家居业务
伟星新材	塑料管材；零售端龙头	防水、净水业务

4.2.3 原材料成本上涨，传导能力各有差异

21年消费建材原材料价格涨幅较大，带来企业成本压力：如防水材料（沥青）、涂料（钛白粉、乳液）、管材（PVC、PE）等石化产品，受原油价格拉动上涨，其他如石膏板（固废）、五金（铝合金）等，价格亦有上涨。

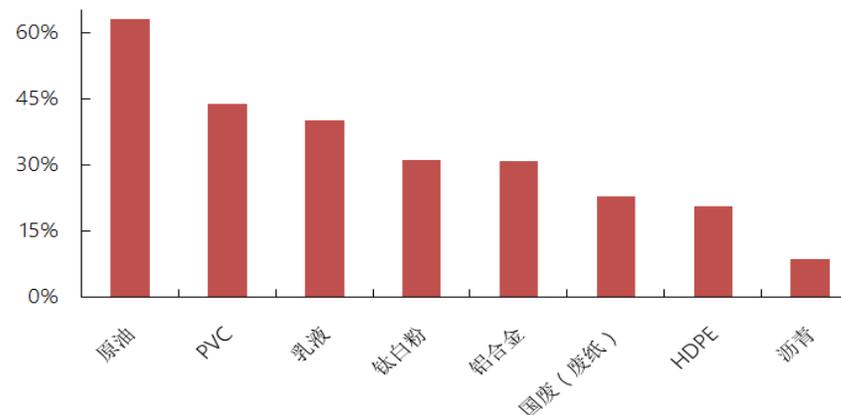
两大维度解析消费建材企业传导能力

1、客户属性：C端>小B端>大B端，传导能力从强至弱：C端管材（伟星新材）>石膏板（北新建材）>五金（坚朗五金）>防水材料>涂料。

2、行业竞争格局：石膏板>管材>五金>防水材料>涂料。

综合而言：北新建材、伟星新材、中国联塑成本传导能力优于坚朗五金、东方雨虹、科顺股份，它们均优于三棵树。

图35：消费建材原材料21年H1均价同比涨幅



4.2.4 坚定拥抱龙头，伴随价值成长

消费建材行业集中度提升趋势明确，龙头企业多品类扩张拓宽长期成长空间，价值将持续增长，可积极布局。短期可关注公司：1、成本转嫁能力较强；2、短期业绩虽承压但盈利能力提升明确。

推荐：

东方雨虹：管理层战略布局前瞻，积极扩建产能、进行渠道下沉、多品类扩张步伐均稳步推进。股权激励计划考核目标，要求未来五年扣非净利润增速25%+，业绩具有较强确定性。二季度原材料涨价影响短期盈利能力，后续调价落实后估值提升可期。

北新建材：“一体两翼，全球布局”相关部署推进，石膏板主业稳步发展，规划全球产能布局扩张至50亿平米，带来盈利支撑和优异现金流。防水材料和涂料产业基地远期计划发展至30个、20个，中长期成长逻辑清晰。

科顺股份：规划未来三年（2021-2023）产能复合增速将达到40%，向百亿战略目标迈进。公司已对组织架构进行全面优化，并大力发展经销商，在加速市场渗透的同时，带来经营质量的提升，仍处快速成长期，且估值相对行业龙头东方雨虹仍然偏低。

建议关注：坚朗五金、三棵树、中国联塑、伟星新材。

4. 建材行业中期策略

■ 4.1 周期品

■ 4.2 消费建材

■ 4.3 耐火材料

■ 4.4 其他建议关注公司

4.3.1 周期性不强，但仍受钢铁行业盈利影响

耐火材料并非传统强周期行业：耐材企业更多担任下游钢企的服务商和方案提供商的角色，客户让渡部分固定利润以保证其盈利，2010年以来，耐材头部企业销售毛利率一直相对稳定（除2020年会计准则调整）。

盈利能力仍受钢铁盈利周期影响：耐材企业净利率仍有较大波动，核心变量在于其与钢铁企业结算并非“现款现货”，通常应收账款账期较长且规模较大，导致在极端情景下应收账款和资产减值损失影响业绩与盈利能力。

图36：北京利尔净利率、加回资产减值损失净利率

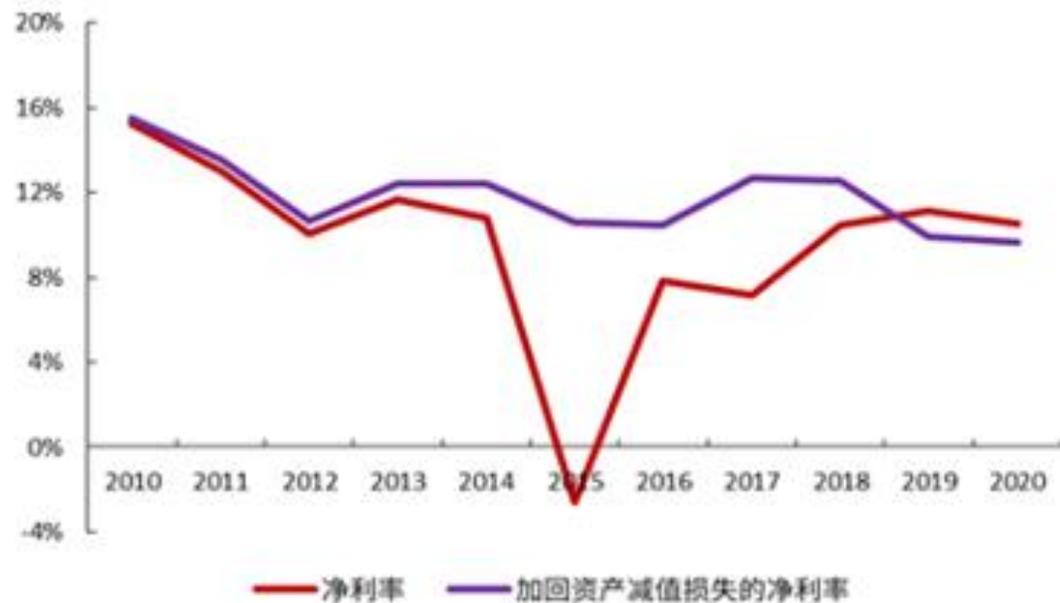
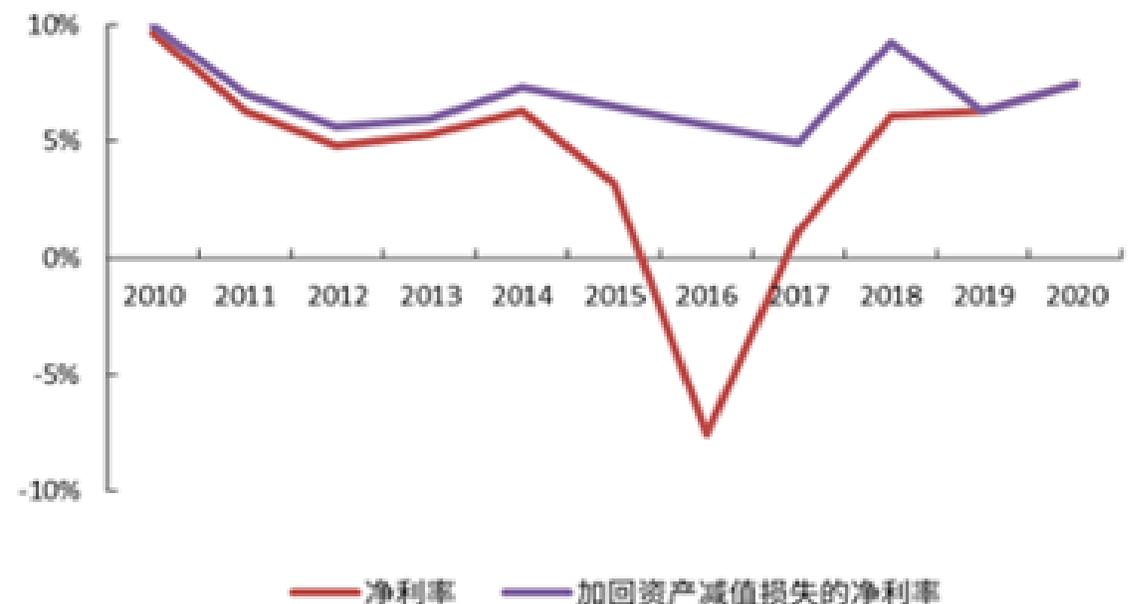


图37：濮耐股份净利率、加回资产减值损失净利率



4.3.2 行业集中度亟待提升

集中度低问题突出：我国耐火材料产量已步入平台期，且2020年69家重点耐材企业合计营收市场占有率仅27%，集中度与工信部规划目标（CR10为45%）相去甚远，与国外同行相比，亦有很大提升空间。

四大因素致使集中度低：1、产能投资所需资金不高，进入门槛较低；2、耐火材料种类繁多且档次不同，钢铁厂会根据设备、实际需求来进行采购，不同层次企业均有生产空间；3、钢铁厂需要保证自身供应安全，通常会同时选择多家耐材供应商提供服务；4、应收账款问题较为突出，尤其15年提取大额应收账款减值后，企业主动扩张意愿明显受到压制。

4.3.3 下游钢铁行业变革，带来集中度提升机遇

“碳中和”政策推动，钢铁行业将发生如下变化：1、钢铁产量或将压减，并带动行业盈利中枢抬升；2、钢铁行业整合加快，集中度提升加速；3、吨钢碳排放更低的电炉短流程炼钢比例将提升；4、钢铁产业结构升级持续推进。

下游钢铁行业的变革，带来耐材行业集中度提升机遇：

- 1、钢铁行业盈利状况向好，降低耐材企业应收账款回收及账龄拉长风险，主观上业务开拓动力增强，并购及扩产动作或加快。
- 2、钢企兼并重组推进，头部耐材企业目标客户也将增多，进而带动市场份额的提升。
- 3、耐火材料总需求下降不可避免，但大型钢企市场份额在增加，其通常会优选大型头部耐材企业进行合作，带来业务量的提升。
- 4、电炉炼钢比例提升有望带动消耗型耐火材料增长，而北京利尔、濮耐股份等上市公司主要产品即消耗型耐火材料。

4.3.4 头部企业扩张条件成熟，只欠东风

整体承包模式不断加深头部企业护城河：头部企业凭借资金实力与综合配套服务能力，客户黏性和稳定性更强，并通过不断加大研发投入，保持技术优势，带来成本领先，保障企业利润空间和竞争优势。

布局原材料，提升抗风险能力：原材料在耐火材料生产成本中占比接近80%，头部企业积极向上布局原材料生产，提高自身抗风险能力，并继续扩大成本优势。

应收账款问题明显改善，扩张风险降低：随着下游钢铁行业盈利好转，头部耐材企业应收账款问题已明显缓解，尤其近两年营收增速虽放缓，但是应收账款周转天数仍在下降，我们认为已不是制约耐材企业扩张意愿的重要因素。

图38：北京利尔与濮耐股份耐材销售均价

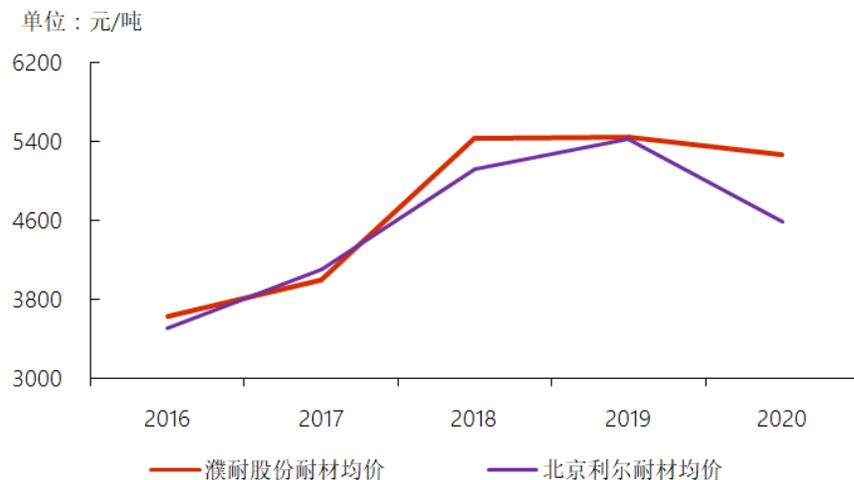
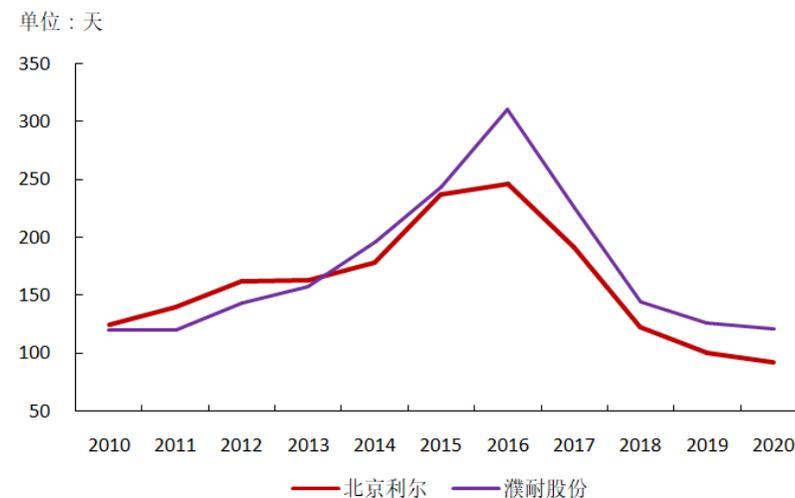


图39：北京利尔与濮耐股份应收账款周转天数



■ 4.1 周期品

■ 4.2 消费建材

■ 4.3 耐火材料

■ 4.4 其他建议关注公司

4.4.1 山东药玻：产品升级驱动业绩

公司是国内药用玻璃龙头，产品主要分为：包括模制瓶、棕色瓶、安瓿瓶、管制瓶、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶。由于规模和成本优势显著，在市场竞争中一直保持领先，业绩整体保持稳健增长。

注射一致性评价带来需求放量在即，公司产品结构持续升级，业绩有望实现快速增长：1、中硼硅一类模制瓶突破轻量薄壁技术壁垒，订单饱满，30d/t 翻倍产能在下半年投产，快速贡献利润；2、中硼硅管制技术仍在研发中，良率持续提升，未来将逐步实现商业运营；3、新冠疫苗带动预灌封需求持续向好，公司预灌封产能规划翻倍式布局，到 2024 年产能将达 5.9 亿支（十倍现有产能）。

图40：山东药玻营收业务构成（亿元）

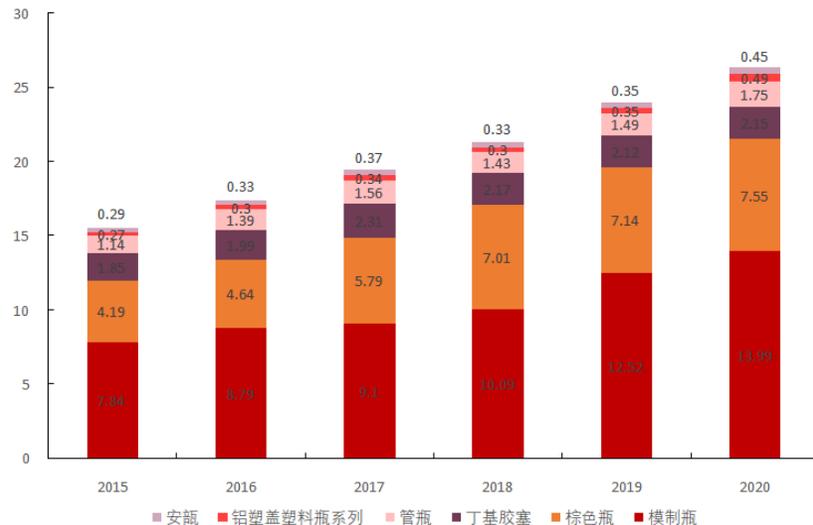
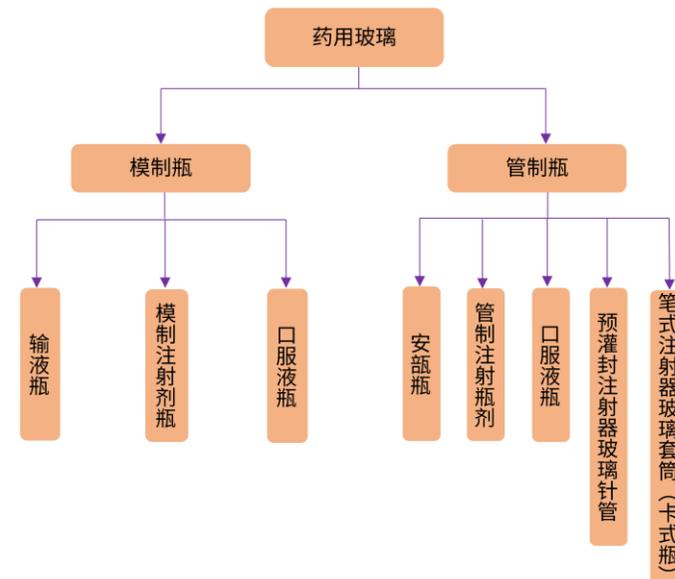


图41：药用玻璃业务分类一览



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

4.4.2 建议关注：凯盛科技、南玻A、鲁阳节能

凯盛科技：未来折叠屏手机发展有望带动柔性屏需求放量，公司作为国内唯一具备超薄柔性玻璃（UTG）量产能力的企业，已与国内相关终端公司已逐步开展合作，UTG二期项目正在建设当中，未来有望快速放量。5G时代高清应用产业链发展也将拉动公司显示业务需求。此外母公司凯盛集团体内拥有8.5代TFT-LCD玻璃基板生产线、高铝板生产线等优质资产，与公司现有业务高度协同，或有利于公司发展。

南玻A：公司主营“四块玻璃”业务发展态势均向好——浮法玻璃（行业高景气）、工程玻璃（产品竞争力强）、电子玻璃（产品升级放量）、光伏玻璃（产能扩充）。**电子玻璃有望迅速放量，带动业绩提升，并增强长期成长属性**，公司在20年5月成功推出高铝二代KK6盖板玻璃，填补了国内空白，利用价格优势，国产替代的过程正在加速，产品订单有望在21年H2及22年大幅放量。

鲁阳节能：2015年以来，公司持续进行技改，吨产品能耗、单线产能等指标均有明显提升，降本增效对盈利拉升效果非常明显，并构筑了自身在行业内的强劲竞争力。**技术领先带来成本优势，公司将加快在低端市场份额的扩张**，产品产销有望继续增加，进一步摊薄总成本，推动业绩增长。此外，公司**积极进行产品升级和新业务拓展**：如推广高温纤维除尘滤管等新产品，持续探索业绩增长点。

- ❑ **设备租赁**：行业竞争加剧，融资成本大幅上行，设备供需失衡。
- ❑ **钢结构行业**：钢价上涨过快抑制需求；装配式政策推进不及预期，导致需求增长放缓。
- ❑ **基建公募REITs**：REITs市场表现不及预期，配套政策落地不及预期。
- ❑ **“双碳”主题**：政策扶持不及预期，相关企业订单落地不及预期。
- ❑ **水泥行业**：水泥价格处于历史较高水平，如需求断崖式下滑、供给控制弱化，将有回落压力。
- ❑ **玻璃行业**：需求不及预期，则玻璃价格将会承压；原燃料价格大幅上涨侵蚀利润。
- ❑ **玻纤行业**：供给快速放量将会导致玻纤价格下跌；全球新冠肺炎疫情会带来需求的不确定性；巨石和泰玻整合不及预期风险等。
- ❑ **消费建材**：原燃材料价格上涨风险；下游回款紧张带来现金流风险；市场集中度提升不及预期风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



建筑建材研究团队

分析师：孙伟风

📄 执业证书编号：S0930516110003

☎ 电话：021-52523822

✉ 邮件：sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾

📄 执业证书编号：S0930521050001

☎ 电话：010-58452063

✉ 邮件：fengmq@ebscn.com

分析师：胡添雅

📄 执业证书编号：S0930518110002

☎ 电话：021-52523817

✉ 邮件：hutianya@ebscn.com

联系人：高鑫



☎ 电话：021-52523872

✉ 邮件：xingao@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。